

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH  
TERHADAP DIVIDEN PER SHARE  
(Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta)**



**Tesis**

**Diajukan sebagai salah satu syarat guna  
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen  
Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro**

**Disusun oleh :**

**FARKHAN WIDODO, ST  
NIM. C4A000232**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2003**



## SERTIFIKAT

Saya, Farkhan Widodo, ST., yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada dipundak saya.

Farkhan Widodo, ST.  
November 2002

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa  
Tesis berjudul :

### **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP DIVIDEN PER SHARE (Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta)**

yang disusun oleh Farkhan Widodo, ST., NIM C4A000232  
telah disetujui untuk dipertahankan di depan Dewan Penguji  
pada tanggal 27 November 2002

Pembimbing Utama

Dr. H. M. Chabachib, Msi., Akt.

Pembimbing Anggota

Drs. Basuki HP, MBA., Macc., Akt.

Semarang 27 November 2002

Universitas Diponegoro Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program

Prof. Dr. Suyudi Manguwihardjo

## ABSTRAKSI

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Likuiditas (Cash Ratio dan Current Ratio), variabel Solvabilitas (Debt to Total Aseet), variabel Profitabilitas (Return on Investment), Earning per Share dan Cash Flow terhadap Cash Dividen. Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan menganalisis pengaruh rasio-rasio kinerja keuangan perusahaan (Cash Ratio, Current Ratio, DTA, ROI, EPS dan Cash Flow) terhadap Cash Dividen.

Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria (1) perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta; (2) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per desember 1999-2000 dan (3) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per desember 1999-2000. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2001) dan Fact Book. Diperoleh jumlah sampel sebanyak 34 perusahaan dari 307 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Selama periode pengamatan menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi tidak normal, dimana dari 34 sampel hanya diperoleh sejumlah 22 sampel berdasarkan data *transform-Ln*. Berdasarkan hasil penelitian ditemukan satu variabel yaitu variabel Current Ratio yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa data Ln ROI, Ln DTA, dan Ln EPS secara parsial signifikan terhadap Ln Cash Dividen perusahaan di BEJ periode 1999-2000 pada level of signifikan kurang dari 5% (masing-masing sebesar 2,9%, 3,2% dan 0,1%). Sementara secara bersama-sama (Ln ROI, Ln Cash Ratio, Ln DTA, Ln EPS dan Ln Cash Flow) terbukti signifikan berpengaruh terhadap Ln DPS perusahaan di BEJ pada level kurang dari 5% (sebesar 0.0001%). Kemampuan prediksi dari kelima variabel tersebut terhadap DPS sebesar 78.9% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R square* sebesar 0,789 sedangkan sisanya 21.1% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Namun demikian penelitian ini hanya terbatas pada lima faktor fundamental perusahaan dengan 22 sampel dan periode pengamatan tahunan selama 2 tahun. Disarankan agar dilakukan penelitian lanjutan dengan memperluas faktor fundamental lainnya seperti likuiditas, leverage dan aktivitas perusahaan serta faktor makro ekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi negara lainnya serta faktor non ekonomi seperti kondisi politik negara.

## ***ABSTRACT***

This research is performed in order to test the influence of the traditional financial performance as Return On Investment (ROI), variable Cash Ratio, Current Ratio, Debt to Total Assets (DTA), earning per share (EPS) and Cash Flow toward Cash Dividen. The purpose of this study is to measure and to analyze influence company financial performance by using EVA method as alternative method and the traditional financial performance (ROI, Cash Ratio, Current Ratio, DTA, EPS and Cash Flow) toward cash dividen.

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1) The stock of industry was traded in Jakarta Stock Exchange; (2) The stock of industry was always seen the annual financial report over period 1999-2000 and (3) The stock of industry was continue given dividend over period 1999-2000. Data that needed in this research from Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2001) and total sample was acquired 34 of 307 was listed in JSX. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%, a classic assumption examination which consist of data normality test, multicolinierity test, heteroskedasticity test and autocorrelation test is also being done to test the hypotheses.

During 1999-2000 period show as variable and data research was abnormal distributed from 34 samples to acquired 22 samples was normal distributed data as based transform Ln. Based on the result of this research, classic assumption deviation has not founded this indicate that the available data has fulfill the condition to use multi linier regression model. Empirical evidence show as Ln ROI, Ln DTA and Ln EPS to have influence toward Ln stock return at level of significance less than 5% (as 2,9%, 3,2% and 0,1% respectively). While, five independent variable (Ln ROI, Ln Cash Ratio, Ln DTA, Ln EPS and Ln Cash Flow) to have influence toward stock return at level of significance less than 5% (as 0,001%), with predicted power as 78,9% and others 21,1% to have influence by other factors was not to be enter research model. But this research have four fundamental factors only with 22 sample over yearly period along 2 years, so the future research suggested to expand other fundamental factors (ie. Liquidity, leverage and firm activity) and macro economics (ie. Interest rate, foreign exchange rate, balance of payment, export-import, activity and other economic conditions) and non economic factors as political risk on government.

## KATA PENGANTAR

Penulis panjatkan puji dan syukur kepada Allah SWT atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik, dan segala bentuk pengarahan dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Bapak Dr. H. M. Chabachib, Msi., Akt., selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bapak Drs. Basuki HP, MBA., Macc., Akt., selaku dosen pembimbing yang telah membantu dan memberikan saran, bantuan serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Dosen-dosen staf pengajar Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang melalui kegiatan belajar mengajar telah memberikan suatu dasar

pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Staf administrasi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi.
5. Ayahanda H.A Sudarno dan Bunda Hj. Chamdiyatun yang telah memberikan doa dan restunya sehingga memperlancar dan memberikan semangat kepada penulis untuk menyelesaikan tugas dengan sungguh-sungguh.
6. Kakak (Mba Hani, Mas Budi) dan adik-adikku (De Tuti, De Alan dan De Ulin) yang nggak bosan-bosannya memperhatikan dan memberikan kritik, semangat dan bantuan. Si kecil Taskia yang memberikan warna dalam keseharian dan memberikan hidup yang lebih ceria.
7. Teman teman khususnya F7 (Agung, Dandan, Darmo, Heru, Noki dan Yusman) dan teman-teman kuliah lainnya (Ikhsan, Bang Dady, Mas Joko, Yayas, Diah, Anik, Mba Trie, Mba Prima, Ari, Beni, Ribkah, Mas Anis dll) terima kasih atas persahabatan dan kerjasama selama menjadi mahasiswa di MM Undip.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Allah SWT berkenan membalas semua kebaikan Ayah, Bunda, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata mudah-mudahan penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, November 2002

Farkhan Widodo

## DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul .....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Persetujuan/Pengesahan ..	iii
<i>Abstract</i> .....	iv
Abstraksi .....	v
Kata Pengantar .....	vi
Daftar Isi .....	viii
Daftar Tabel .....	xii
Daftar Gambar .....	xiii
Daftar Lampiran .....	xiv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Perumusan Masalah .....	7
1.3. Tujuan Penelitian .....	8
1.4. Manfaat Penelitian.....	9
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN	
2.1. Telaah Pustaka.....	10
2.1.1. Kebijakan Dividen.....	10
2.1.2. <i>Dividen Per Share</i> .....	13



2.1.3. <i>Return On Investment</i> .....	16
2.1.4. <i>Cash Ratio</i> .....	17
2.1.5. <i>Current Ratio</i> .....	18
2.1.6. <i>Debt to Total Asset</i> .....	19
2.1.7. <i>Earning Per Share</i> .....	20
2.1.8. <i>Cash Flow</i> .....	21
2.2. Penelitian Terdahulu .....	22
2.3. Kerangka Pikir dan Hipotesis.....	26
2.3.1. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	26
1. Hubungan <i>Return On Investmen</i> terhadap <i>Dividend Per Share</i> .....	27
2. Hubungan <i>Cash Ratio</i> terhadap <i>Dividend Per Share</i> .....	27
3. Hubungan <i>Current Ratio</i> terhadap <i>Dividend Per Share</i> .....	28
4. Hubungan <i>Debt to Total Asset</i> terhadap <i>Dividend Per Share</i> .....	28
5. Hubungan <i>Earning per Share</i> terhadap <i>Dividend Per Share</i> .....	29
6. Hubungan <i>Cash Flow</i> terhadap <i>Dividend Per Share</i> .....	30
2.3.2. Hipotesis .....	31
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Jenis dan Sumber Data .....	32
3.2. Populasi dan Sampel.....	32
3.3. Metode Pengumpulan Data .....	33
3.4. Definisi Operasional Variabel .....	34
3.5. Teknik Analisis .....	36

3.5.1. Analisis Regresi.....	36
3.5.2. Pengujian Asumsi Klasik.....	39
BAB IV ANALISIS DATA	
4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif.....	42
4.1.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia .....	42
4.1.2. Gambaran Umum Sampel .....	44
4.2. Data Deskriptif .....	45
4.3. Proses dan Hasil Analisis .....	46
4.3.1. Proses Analisis .....	46
4.3.2. Hasil Analisis.....	48
4.3.2.1. Normalitas Data.....	48
4.3.2.2. Multikolinearitas.....	50
4.3.2.3. Heteroskedastisitas .....	50
4.3.2.4. Autokorelasi .....	52
4.3.2.5. Hasil Analisis Regresi .....	54
BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	
5.1. Simpulan .....	62
5.2. Saran.....	63
5.3. Implikasi Manajerial.....	64
5.4. Keterbatasan Penelitian .....	67
5.5. Agenda Penelitian Mendatang .....	67
Referensi .....	69

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Ringkasan dari Penelitian Terdahulu.....	26
Tabel 3.1 Jumlah Perusahaan yang Terdaftar di BEJ.....	33
Tabel 3.2 Definisi Operasional Variabel.....	36
Tabel 4.1 Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan St Deviasi.....	45
Tabel 4.2 Rata-rata Rasio Keuangan 34 Perusahaan Sampel.....	47
Tabel 4.3 Perhitungan Rasio Skewness (Data Asli 1999-2000).....	48
Tabel 4.4 Perhitungan Rasio Skewness (Data Ln 1999-2000).....	49
Tabel 4.5 Hasil Perhitungan VIF.....	50
Tabel 4.6 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	51
Tabel 4.7 Hasil Uji Autokorelasi.....	52
Tabel 4.8 Hasil Perhitungan Regresi Berganda .....	54
Tabel 4.9 Hasil Perhitungan Regresi Parsial.....	55

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Model Analisi Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Dividen...	30
Gambar 3.1 Posisi Angka Durbin-Watson .....	41
Gambar 4.1 Grafik Scatterplot.....	52
Gambar 4.2 Hasil Uji Durbin Watson.....	53

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1    Data *Devidend Per Share* dan *Return On Investment*
- Lampiran 2    Data *Cash Ratio* dan *Current Ratio*
- Lampiran 3    Data *Debt to Total Asset*
- Lampiran 4    Data *Earning per Share* dan *Total Cash Flow*
- Lampiran 5    Hasil Uji Normalitas Perusahaan Sampel
- Lampiran 6    Hasil Uji Asumsi Klasik Perusahaan Sampel
- Lampiran 7    Hasil Uji Regresi Perusahaan Sampel

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang**

Pada tahun 1989, sejak pemerintah melakukan serangkaian deregulasi untuk menggairahkan kegiatan di pasar modal, volume transaksi di Bursa Efek Jakarta maupun di Bursa Efek Surabaya mengalami peningkatan drastis. Demikian juga halnya dengan emiten, dengan adanya berbagai deregulasi di bidang pasar modal yang dilakukan oleh pemerintah yang pada prinsipnya untuk mengembangkan mekanisme pasar dalam kegiatan pasar modal, jumlah emiten meningkat sangat pesat. Menurut data yang dikeluarkan *Indonesian Capital Market Directory*, hingga akhir tahun 2001 jumlah emiten di Bursa Efek Jakarta sebanyak 307 emiten.

Aktivitas investasi merupakan aktivitas yang dihadapkan pada berbagai macam resiko dan ketidakpastian yang seringkali sulit diprediksikan oleh para investor. Untuk mengurangi kemungkinan resiko dan ketidakpastian yang akan terjadi, investor memerlukan berbagai macam informasi, baik informasi yang diperoleh dari kinerja perusahaan maupun informasi lain yang relevan seperti kondisi ekonomi dan politik dalam suatu negara. Informasi yang diperoleh dari perusahaan lazimnya didasarkan pada kinerja perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan. Sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) 1999 mewajibkan bagi setiap perusahaan (terutama perusahaan publik) wajib menyajikan laporan keuangan, baik laporan keuangan interim/quarter (unaudit) maupun laporan keuangan tahunan/annual (audited). Laporan keuangan

tahunan (yang telah di audit) antara lain dipublikasikan oleh *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang memuat laporan neraca dan laporan laba rugi, serta catatan yang berhubungan dengan laporan keuangan tersebut. Berdasarkan laporan keuangan, investor dapat mengetahui kinerja perusahaan dalam kemampuannya untuk menghasilkan profitabilitas dan besarnya pendapatan dividen per lembar saham (*dividend per share*).

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan. Disisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen.

Partington (1989) mengidentifikasikan bahwa ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam kebijakan dividen antara lain : preferensi investor terhadap dividen, pengaruh pajak, pengaruh informasi pengumuman dividen, dan stabilitas dividen. Preferensi investor antara lain tercermin dalam

pembayaran dividen dimana dividen dapat dibayarkan dalam bentuk dividen tunai (*cash dividend*) maupun dalam bentuk dividen saham (*stock dividend*).

Pembayaran dividen dalam bentuk tunai lebih banyak diinginkan investor daripada dalam bentuk lain, karena pembayaran dividen tunai membantu mengurangi ketidakpastian investor dalam aktivitas investasinya kedalam perusahaan. Demikian pula stabilitas dividen yang dibayarkan juga akan mengurangi ketidakpastian dari profitabilitas perusahaan, sehingga stabilitas dividen juga merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan manajemen perusahaan. Menurut Partington (1989) dalam penelitiannya yang berhubungan dengan penentuan dividen mencakup 5 (lima) variabel yang berpengaruh, yaitu: (1) profitabilitas, (2) stabilitas dividen dan *earning*, (3) likuiditas dan *cash flow*, (4) investasi, dan (5) pembiayaan.

Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga profitabilitas sebagai faktor penentu terpenting terhadap dividen (Lintner, 1956). Bukti empiris yang menghubungkan profitabilitas dengan dividen dilakukan oleh Brittain (1966) menunjukkan bahwa profit sebagai pengganti variabel *cash flow* secara signifikan berpengaruh terhadap dividen. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh Partington (1989) dimana variabel profit merupakan faktor terpenting yang berpengaruh secara signifikan terhadap dividen pada level kurang dari 5% (2%).

Partington (1989) menunjukkan bukti bahwa stabilitas dividen dan *earning* merupakan variabel yang penting (berarti) mempengaruhi preferensi investor untuk memperoleh dividen dimasa mendatang pada level signifikasi



0,001 (kurang dari 1%). Sementara variabel likuiditas dan investasi berada pada peringkat dibawahnya (setelah) variabel stabilitas dividen dan *earning* yang berpengaruh terhadap pendapatan dividen dimasa depan. Sementara variabel *cash-flow* (kas bersih yang diperoleh dari Aktifitas Operasi, Aktifitas Investasi dan Aktifitas Pendanaan) bersifat saling mengganti (komplementer) dengan variabel profit (Brittain, 1966; Partington, 1989). Sedangkan variabel pembiayaan (*external finance*) dianggap sebagai kendala para manajer terhadap pembayaran dividen, sehingga para manajer cenderung tidak mempertimbangkan pembiayaan pada saat pembayaran dividen. Dengan kata lain variabel pembiayaan tidak signifikan berpengaruh terhadap dividen.

Investor dan manajemen perusahaan lebih menekankan pada preferensi jangka panjang. Mengingat masih terbatasnya penelitian yang menguji faktor-faktor yang mempengaruhi dividen, maka perlu dilakukan penelitian sejenis sebagaimana penelitian yang dilakukan di luar negeri (Amerika dan Australia). Sementara penelitian yang dilakukan di luar negeri tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap dividen didasarkan pada persepsi para manajer perusahaan melalui metode kuesioner (Partington, 1989), sehingga hasil penelitiannya lebih bersifat kebijakan manajemen dalam menentukan besarnya pembayaran dividen.

Investor yang tujuan utamanya mengharapkan untuk mendapatkan tingkat kembalian (*return*) baik berupa dividen maupun *capital gain* tidak didasarkan pada kebijakan manajemen (intern) perusahaan tetapi didasarkan pada hasil/kinerja yang telah dicapai oleh perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan yang dipublikasikan. Kebijakan apapun yang ditempuh oleh

manajemen perusahaan, bagi investor tidak terlalu penting dipertimbangkan, karena kebijakan manajemen hanya dapat diketahui oleh pihak intern perusahaan. Lagi pula, bagi investor yang terpenting adalah melihat bagaimana perkembangan perusahaan terutama dari kinerja keuangannya.

Bertitik tolak dari faktor-faktor yang dipertimbangkan oleh manajemen dan kepentingan investor yang didasarkan pada kinerja keuangan maka berdasarkan hasil penelitian sebelumnya dapat diidentifikasi variabel-variabel yang mungkin berpengaruh terhadap pendapatan dividen berdasarkan laporan keuangan.

Sebagaimana hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa variabel-variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen terdiri dari: profitabilitas, stabilitas dividen dan *earning*, likuiditas dan cash flow, investasi, dan pembiayaan. Sementara berdasarkan laporan keuangan variabel-variabel tersebut bisa jadi dapat diidentifikasi sebagai berikut: (1) profitabilitas (diukur dengan laba bersih setelah pajak), (2) likuiditas (diukur dari *cash ratio* dan *current ratio*), (3) *cash-flow* (diukur dari kas bersih yang diperoleh dari Aktifitas Operasi, Aktifitas Investasi dan Aktifitas Pendanaan), (4) investasi (diukur dari jumlah dana yang ditanamkan pada aktiva tetap operasi), dan (5) pembiayaan (terutama dana yang diperoleh dari utang jangka panjang plus utang jangka pendek). Sementara *earning* dapat dilihat dari *earning per share* (EPS), sedangkan dividen (dapat diukur dari *dividend per share* DPS) merupakan tujuan yang diinginkan oleh investor dalam rangka memperoleh pendapatan dalam bentuk dividen dari hasil investasinya.

Beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel investasi merupakan variabel yang kurang penting (dibanding profitabilitas) dalam penentuan dividen (Partington, 1989: pp. 169). Bahkan investasi dan dividen terjadi hubungan interdependensi (Dhrymes dan Kurtz, 1967); namun peneliti lain (Fama, 1974) menyimpulkan bahwa antara investasi dan dividen tidak menunjukkan bukti yang signifikan adanya interdependensi. Demikian pula posisi likuiditas merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam kebijakan dividen pada peringkat moderat. Bahkan posisi likuiditas menunjukkan variabel yang lebih penting daripada investasi dalam pengambilan keputusan dividen.

Perusahaan yang menunjukkan kendala pembayaran (kekurangan likuiditas) mengarahkan manajemen untuk membatasi pertumbuhan dividen. Sementara Partington (1989) menunjukkan bahwa variabel *cash flow* tidak dapat ditemukan sebagai faktor penting dalam kebijakan dividen. Namun penelitian lain (Darky, 1957 dalam Partington 1989; dan Brittain, 1966) menunjukkan bahwa *net cash flow* merupakan kemampuan pemasukan untuk membayar dividen tanpa harus menjual atau mengeluarkan surat-surat berharga lainnya.

Hasil penelitian tersebut masih menunjukkan hasil yang kontradiktif, sehingga perlu dilakukan penelitian hubungan antara ROI dengan dividen serta hubungan antara cash ratio dan current ratio dengan dividen. Terlebih hasil penelitian terdahulu, pengujiannya tidak didasarkan dari kinerja keuangan perusahaan; tetapi lebih ditekankan pada respon (tanggapan) manajemen dalam kebijakan dividen. Berdasarkan pertimbangan dan tujuan investasi dari

investor, maka perlu dilakukan perluasan penelitian untuk mengkaji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap dividen (pendapatan dividen per lembar saham) berdasarkan informasi keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan, dan bukan didasarkan pada kebijakan yang ditempuh oleh manajemen perusahaan.

## 1.2. Perumusan Masalah

Sebagaimana diuraikan dimuka, bahwa yang terpenting bagi investor adalah memperoleh tingkat kembalian (*return*) dari hasil investasinya baik berupa pendapatan dividen maupun *capital gain*. Untuk memprediksi pendapatan dividen tidak dapat dipertimbangkan faktor-faktor kebijakan manajemen, karena kebijakan manajemen merupakan keputusan yang berhubungan dengan pihak intern perusahaan. Satu-satunya informasi yang berhubungan dengan kondisi perusahaan adalah laporan keuangan yang menunjukkan kinerja keuangan yang dihasilkan oleh manajemen perusahaan. Berdasar analisis laporan keuangan dan identifikasi sementara yang telah diuraikan di muka, maka variabel-variabel yang mungkin berpengaruh terhadap pendapatan dividen perlembar saham adalah: (1) *return on investment*, (2) *cash ratio*, (3) *current ratio*, (4) *total debt to total asset*, (5) *earning per share* (EPS), dan (6) *cash flow*.

*Return on investment* (ROI) yang merupakan rasio profitabilitas (*earning after tax*) terhadap total investasi, maka variabel ini telah mewakili dua variabel penting dari penelitian sebelumnya yaitu profitabilitas dan investasi dimana kedua variabel ini signifikan mempengaruhi kebijakan dividen (Partington, 1989). Sedangkan *cash ratio* dan *current ratio* merupakan ukuran

yang lazim digunakan untuk mengukur likuiditas, sehingga dua rasio likuiditas ini juga mungkin berpengaruh terhadap pendapatan dividen (sebagaimana penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa likuiditas merupakan faktor penting yang dipertimbangkan oleh manajemen). Sementara *total debt to total assets* yang merupakan rasio antar total hutang terhadap total asset merupakan perluasan dari penelitian sebelumnya, dimana total hutang (pembiayaan) juga merupakan faktor penting yang dipertimbangkan dalam kebijakan dividen oleh manajemen. Demikian juga *earning* (yang tercermin dalam EPS) dan aliran kas bersih (*net cash flow*).

Berdasarkan uraian tersebut, maka pertanyaan penelitian terdiri dari:

- (1) Bagaimana pengaruh ROI, *Cash Ratio*, *Current Raio*, DTA, EPS, *Cash Flow* secara parsial terhadap pendapatan per lembar saham (DPS) di Bursa Efek Jakarta?
- (2) Bagaimana pengaruh ROI, *Cash ratio*, *Current ratio*, DTA, EPS dan *Cash flow* secara simultan terhadap pendapatan per lembar saham (DPS) di Bursa Efek Jakarta?

### 1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan dalam penelitian, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

- (1) menganalisis pengaruh ROI, *Cash ratio*, *Current ratio*, EPS, DTA, dan *Cash Flow* secara parsial terhadap dividen per share (DPS) di Bursa Efek Jakarta.

- (2) menganalisis pengaruh ROI, *Cash Ratio*, *Current Ratio*, DTA, EPS, dan *Cash Flow* secara bersama-sama terhadap dividen per share (DPS) di Bursa Efek Jakarta.

#### **1.4. Manfaat penelitian**

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terutama investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal. Secara terperinci manfaat penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut:

- (1) Bagi manajemen perusahaan dapat dijadikan pertimbangan dalam penentuan kebijakan dividen. Perhitungan kuantitatif diharapkan dapat menunjukkan rasionalisasi atas hubungan faktor-faktor tersebut terhadap kebijakan dividen sehingga manajer keuangan yang berkompeten dalam masalah ini dapat mengambil keputusan besarnya pembagian dividen.
- (2) Bagi akademis penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap pembagian dividen per lembar saham sehingga dapat memberikan wawasan dan pengetahuan yang lebih mendalam mengenai kebijakan dividen.
- (3) Bagi investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal (khususnya instrumen saham). Dengan menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap dividen per lembar saham diharapkan bermanfaat untuk memprediksi pendapatan dividen para pemegang saham biasa.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN**

#### **2.1. Telaah Pustaka**

##### **2.1.1. Kebijakan Dividen**

Menurut Robert Ang (1997:6.9) deviden merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan. Deviden ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Cadangan yang diambil dari EAT dilakukan sampai cadangan mencapai minimum dua puluh persen dari modal yang ditempatkan. Modal yang ditempatkan adalah modal yang disetor penuh ditambah dengan modal yang belum disetor sehubungan dengan penerbitan saham baru seperti *rights* dan *warran*. Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan deviden yang akan dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Menurut Brigham (1999) menyebutkan ada tiga teori dari preferensi investor yaitu:

1. *Devidend irrelevance theory* adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller (M-M) yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *Devidend Payout Ratio* (DPR) tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan resiko

bisnis. Dengan demikian kebijakan deviden sebenarnya tidak relevan untuk dipersoalkan.

2. *Bird-in-the-hand theory*, sependapat dengan Gordon dan Lintner yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika *Dividend Payout Ratio* (DPR) rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima deviden daripada *capital gains*.
3. *Tax preference theory* adalah suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan deviden dan *capital gains* maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Berdasarkan ketiga konsep teori tersebut, perusahaan dapat melakukan hal-hal sebagai berikut :

1. Jika manajemen percaya bahwa *dividend irrelevance theory* dari M-M adalah benar maka perusahaan tidak perlu memperhatikan besarnya deviden yang harus dibagikan.
2. Jika perusahaan menganut *bird-in-the-hand theory* maka perusahaan harus membagi seluruh EAT (*Earning After Tax*) dalam bentuk deviden.
3. Jika manajemen cenderung mempercayai *tax preference theory* maka perusahaan harus menahan seluruh keuntungan atau dengan kata lain DPR=0%.

Yan Arsyah (1999) menyatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk membagikan deviden kepada pemegang saham terbatas tidak sebesar jumlah laba yang ditahan saja, dimana *dividend irrelevance theory* menyebutkan bahwa kebijakan deviden perusahaan tidak relevan dalam mempengaruhi nilai



perusahaan, dengan kata lain bahwa kebijakan deviden suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan dan resiko bisnis perusahaan.

Dua teori yang lain dapat membantu untuk memahami kebijakan deviden adalah Brigham (1999):

1. *Information content or signaling hypothesis*

Di dalam teori ini M-M berpendapat bahwa suatu kenaikan deviden yang di atas kenaikan normal biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Sebaliknya, suatu penurunan atau kenaikan deviden yang dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa mendatang. Namun demikian sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga setelah adanya kenaikan atau penurunan deviden semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau mungkin disebabkan oleh efek sinyal dan preferensi terhadap deviden.

2. *Clientele effect*

Yang menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan deviden perusahaan. Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang tinggi, sebaliknya kelompok investor yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Dengan demikian kebijakan deviden merupakan keputusan pembayaran deviden yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan akan datang. Dalam penentuan besar kecilnya deviden yang akan dibayarkan ada perusahaan yang sudah merencanakan dengan menetapkan target *Dividend Payout Ratio* didasarkan atas perhitungan keuntungan yang diperoleh setelah dikurangi pajak. Untuk dapat membayar deviden dapat dibuat suatu rencana pembayarannya. John Lintner (1956: 97-133) menjelaskan bahwa:

1. Perusahaan mempunyai target *Dividend Payout Ratio* jangka panjang
2. Manajer memfokuskan pada tingkat perubahan deviden dari pada tingkat absolut.
3. Perubahan deviden yang meningkat dalam jangka panjang, untuk menjaga penghasilan. Perubahan penghasilan yang sementara tidak untuk mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*.
4. Manager bebas membuat perubahan deviden untuk keperluan cadangan.

Penentuan besarnya *Dividend Payout Ratio* akan menentukan besar kecilnya laba yang ditahan. Setiap ada penambahan laba yang ditahan berarti ada penambahan modal sendiri dalam perusahaan yang diperoleh dengan biaya murah.

#### **2.1.2. Dividend Per Share (DPS)**

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat

dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen (Jogiyanto, H.M, 1998: pp. 58).

Arus dividen dapat dianggap sebagai arus kas yang diterima oleh investor, dengan alasan bahwa dividen merupakan satu-satunya arus yang diterima oleh investor. Jika dividen merupakan satu-satunya arus kas, maka model diskonto dividen dapat digunakan sebagai pengukur arus kas untuk menghitung nilai intrinsik saham. Lebih jauh, Jogiyanto HM (1998) menyatakan bahwa pembayaran dividen dapat dikelompokkan ke dalam tiga kemungkinan, yaitu: pembayaran dividen tidak teratur, dividen konstan tidak tumbuh, dan pertumbuhan dividen yang konstan.

Pembayaran dividen tidak teratur merupakan dividen dimana tiap-tiap periode tidak mempunyai pola yang jelas bahkan untuk periode-periode tertentu tidak membayar dividen sama sekali, karena perusahaan menderita rugi atau kesulitan likuiditas.

Dividen konstan tidak bertumbuh merupakan pembayaran dividen dari periode ke periode relatif konstan. Perusahaan umumnya tidak melakukan pemotongan atau pengurangan dividen, sekalipun perusahaan mengalami sedikit kesulitan likuiditas. Hal ini dilakukan oleh perusahaan untuk menjaga kesan para pemegang saham atas stabilitas likuiditas perusahaan. Dan pertumbuhan dividen yang konstan merupakan dividen yang tumbuh secara konstan yang umumnya ditunjukkan dengan pertumbuhan sebesar “g” (Jogiyanto HM, 1998: pp. 71-75).

Sawidji Widoadmodjo (1996) juga menyatakan bahwa dividen adalah bagian laba yang diberikan emiten kepada para pemegang saham, baik dalam

bentuk dividen tunai (*cash dividend*) dan dividen saham (*stock dividend*). Dividen tunai (*cash dividend*) merupakan dividen yang dibayar oleh emiten kepada para pemegang saham secara tunai untuk setiap lembarnya (*dividend per share*). Sedangkan dividen saham (*stock dividend*) merupakan dividen yang dibayar atau dibagi dalam bentuk saham, yang diperhitungkan untuk setiap lembarnya (Sawidji Widoadmodjo, 1996: pp. 49-50).

Sementara Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa terdapat 7 (tujuh) rasio pasar (*market ratios*) yang menunjukkan informasi penting perusahaan yang diungkapkan dalam basis per saham. Ke-tujuh rasio pasar tersebut meliputi: *dividend yield*, *dividend per share*, *earnings per share*, *dividend pay out ratio*, *price earning ratio*, *book value per share*, dan *price to book value*.

Robbert Ang (1997) juga menyatakan bahwa dividen tunai (*cash dividend*) merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai. Sedangkan dividen saham (*stock dividend*) merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu. Nilai dari suatu dividen tunai sesuai dengan nilai tunai yang diberikan, sedangkan nilai suatu dividen saham dapat dihitung dengan rumusan sebagai berikut:  $V_d = (P_s / R_d)$ ; dimana  $V_d$  adalah nilai suatu dividen saham per lembar saham (*value of stock dividend per share*),  $P_s$  merupakan harga wajar dividen saham (*declaration price*), dan  $R_d$  adalah rasio dividen saham (*stock dividend ratio*). Harga wajar dividen saham merupakan harga yang diputuskan di dalam rapat umum pemegang saham (RUPS), dan merupakan harga penutupan yang tersedia sebelum RUPS yang akan memutuskan dividen saham (umumnya pada sesi terakhir hari bursa sebelumnya atau sesi terakhir sebelum RUPS dimulai).

Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa dividend per share (DPS) merupakan total semua dividen yang dibagikan pada tahun buku sebelumnya, baik dividen interim, dividen final maupun dividen saham. Secara matematis DPS dihitung sebagai berikut: (Robbert Ang, 1997: pp. 6.21).

$$\text{DPS} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Ss}} \dots\dots\dots(1)$$

dimana: dividend merupakan jumlah seluruh dividen yang dibagikan pada satu tahun buku; dan Ss merupakan total semua saham yang diterbitkan (*total outstanding shares*).

### 2.1.3. *Return on Investment (ROI)*

*Return on investment* diukur dari profitabilitas/laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total investasinya mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Partington (1989: pp.169) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor terpenting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam kebijakan dividen, demikian investasi yang diukur dari aktiva (bersih) operasi. Aktiva (bersih) operasi merupakan aktiva operasionalnya setelah dikurangi dengan penyusutan (depresiasi) aktiva tetap yang diperhitungkan.

ROI (salah satu ukuran profitabilitas) juga merupakan ukuran efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan untuk operasi. Semakin besar ROI menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*)

semakin besar. Seperti diuraikan sebelumnya, bahwa *return* yang diterima oleh investor dapat berupa pendapatan dividen dan *capital gain*. Dengan demikian meningkatnya ROI juga akan meningkatkan pendapatan dividen.

Secara matematis ROI dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Earning after tax (EAT)}}{\text{Total Investment}} \quad \text{----- (2)}$$

Kedua variabel yang digunakan untuk mengukur ROI tersebut (EAT dan total invesment) tercermin dalam laporan keuangan tahunan, dimana besarnya EAT diperoleh dari laporan laba rugi, sedangkan total invesment yang digunakan dalam penelitian ini adalah total aktiva tetap (bersih) yang digunakan untuk aktivitas operasi perusahaan yang tercermin dalam laporan neraca (sisi aktiva/*asset*). Investasi yang diukur dari aktiva tetap (bersih) operasi ini didasarkan pada isi literatur (teoritis) dan praktis yang digunakan oleh Partington (1989) untuk memprediksikan kebijakan dividen.

#### 2.1.4. Cash Ratio

*Cash ratio* merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*current liability*) melalui sejumlah kas (dan setara kas, seperti giro atau simpanan lain di bank yang dapat ditarik setiap saat) yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi (membayar) kewajiban jangka pendeknya. (Brigham, 1983: p.p.211). Dengan semakin meningkatnya *cash ratio* juga dapat

meningkatkan keyakinan para investor untuk membayar dividen tunai (*cash dividen*) yang diharapkan oleh investor (Partington, 1989: pp. 169).

Secara matematis cash ratio dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Equivalent}}{\text{Current Liability}} \quad \dots\dots\dots(3)$$

Kas dan equivalennya dalam persamaan tersebut menunjukkan besarnya kas dan setara kas (giro dan simpanan lain yang pengambilannya tidak dibatasi oleh waktu) yang tercermin dalam neraca (sisi assets/ *current assets*). Sedangkan *current liability* menunjukkan jumlah kewajiban jangka pendek perusahaan yang tercermin dalam neraca (sisi liability/ *current liability*).

#### 2.1.5. Current Ratio

Current ratio juga merupakan salah satu ukuran rasio likuiditas (liquidity ratios) yang dihitung dengan membagi aktiva lancar (*current assets*) dengan hutang/ kewajiban lancar (*current liability*). Semakin besar *current ratio* menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya (termasuk di dalamnya kewajiban membayar dividen kas yang terutang). Sebagaimana *cash ratio*, maka tingginya *current ratio* juga menunjukkan keyakinan investor terhadap kemampuan perusahaan membayar dividen yang dijanjikan.

Secara matematis *current ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:  
(Brigham, 1983: pp. 211).

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liability}} \quad \dots\dots\dots(4)$$

Kedua rasio likuiditas tersebut menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya. Dipisahkannya kedua rasio likuiditas ke dalam *cash ratio* dan *current ratio* dimaksudkan untuk mengetahui mana yang lebih berpengaruh terhadap pendapatan dividen per lembar saham (*dividend per share*). Disamping itu, juga didasarkan pada alasan bahwa variabel likuiditas. Pada penelitian sebelumnya tidak dilihat dari rasio likuiditasnya, tetapi didasarkan pada penting tidaknya manajemen mempertimbangkan likuiditas dalam kebijakan dividen (Darling, 1957; Brittain, 1966; dan Partington, 1989).

#### **2.1.6. Debt to Total Asset (DTA)**

Debt to total assets merupakan rasio antara total hutang (*total debts*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) dan hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar (*current assets*) maupun aktiva tetap (*fixed assets*) dan aktiva lainnya (*other assets*).

Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio DTA menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan semakin meningkatnya rasio DTA (dimana beban hutang juga semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk



membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang (menurun).

Secara matematis DTA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DTA} = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(5)$$

#### 2.1.7. *Earnings Per Share (EPS)*

Pendapatan per lembar saham (*earning per share*) merupakan total keuntungan yang diperoleh investor untuk setiap lembar sahamnya. Total keuntungan tersebut diukur dari rasio antara laba bersih setelah pajak (*earnings after tax - EAT*) terhadap jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding share*). Laba bersih yang diperhitungkan tersebut setelah dikurangi dengan dividen untuk para pemegang saham prioritas/ minoritas (*preffered stock*).

Secara matematis EPS dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT} - (D)}{\sum \text{Saham}} \dots\dots\dots(6)$$

Semakin besar *earning after tax* maka pendapatan dividen per lembar saham (*dividend per share - DPS*) yang akan diterima oleh para pemegang saham biasa (*common stock*) juga semakin besar. Hal tersebut dengan asumsi jika dividen bagi para pemegang saham minoritas dan jumlah saham yang beredar (saham biasa) relatif tetap.

### 2.1.8. Cash Flow

Aliran kas bersih (*net cash flow*) sering digunakan sebagai ukuran kelayakan suatu proyek yang diperoleh dari selisih antara aliran kas masuk (*cash inflow*) dengan aliran kas keluar (*cash outflow*). Suatu proyek dinyatakan layak apabila net cash flow positif. Dalam studi kelayakan proyek tersebut, *net cash flow* yang diperhitungkan bukan aliran kas yang telah terjadi tetapi sebagai proyeksi di masa depan dari proyek yang akan didirikan, sehingga kelayakan proyek tidak semata-mata diukur dari *net cash flow*; tetapi terdapat ukuran selanjutnya seperti pendekatan-pendekatan nilai sekarang (*present value*) yang diukur dari *net present value* (NPV), *profitability index* (PI) dan *internal rate of return* (IRR) (Suad Husnan, 1992: pp. 213).

Penelitian ini menggunakan konsep aliran kas bersih (*net cash flow*) bukan didasarkan atas proyeksi kas di masa mendatang (Suad Husnan, 1998) maupun *cash flow* yang diukur dari penting tidaknya tanggapan manajemen dalam keputusan dividen (Partington, 1989). Namun ukuran *cash flow* yang digunakan adalah *cash flow* yang diperoleh dari aliran kas yang telah terjadi yang tercermin dalam laporan arus kas yang terdiri dari arus kas dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan.

Dengan demikian secara matematis, *cash flow* (CF) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{CF} = \text{AKO} + \text{AKI} + \text{AKP} \dots\dots\dots(7)$$

Dimana: CF = arus kas (cash flow), AKO = arus kas bersih dari aktivitas operasi, AKI = arus kas bersih dari aktivitas investasi dan AKP = arus kas bersih dari aktivitas pendanaan.

Jika *cash flow* meningkat, maka hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen juga semakin meningkat, sehingga meningkatkan kepercayaan para investor terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian meningkatnya *cash flow* juga akan meningkatkan harapan dividen yang akan diterima oleh investor, sehingga terdapat kemungkinan *cash flow* berpengaruh positif terhadap pendapatan dividen.

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Dalam *review* akan diuraikan secara ringkas hasil penelitian terdahulu yang berhubungan dengan dividen per share. Dengan demikian hasil penelitian ini akan mengacu pada penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya. Meskipun ruang lingkup penelitian yang hampir sama yaitu pada masalah pembagian dividen, tetapi karena obyek penelitian yang berbeda mengakibatkan banyak hal yang tidak sama. Ini bukan berarti saling bertentangan, tetapi cenderung saling melengkapi. Berikut ini penelitian terdahulu yang diuraikan secara ringkas:

1. Eugene F. Fama (1974) dalam Parthington (1989) melakukan penelitian empiris mengenai keterkaitan antara dividen dan keputusan investasi pada perusahaan. Penelitian ini berlatar belakang adanya pandangan Franco Modigliani dan Merton Miller (M-M) yang berbeda dengan Dhrymes dan Kurz. Menurut M-M dalam pasar yang sempurna, keputusan investasi yang optimal bebas dari bagaimana mendanainya, artinya keputusan investasi

tidak ditentukan oleh keputusan dividen dan keputusan dividen setiap periode tidak dipengaruhi oleh keputusan investasi. Sedangkan Dhrymes dan Kurz mempunyai anggapan bahwa keputusan investasi mempengaruhi keputusan dividen. Hasil pengujian melalui perhitungan persamaan tunggal maupun persamaan simultan sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh M-M, yaitu dalam pasar modal yang sempurna setiap waktu dibuat keputusan investasi selalu terpisah dari keputusan dividen. Sedangkan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun dalam pasar modal tidak sempurna, data tidak cukup untuk menolak hipotesis yang menyatakan keputusan dividen tidak terikat dari keputusan investasi. Tidak ada bukti-bukti yang spesifik dapat menjelaskan adanya hubungan keputusan dividen dengan keputusan investasi.

2. Parthington (1989) dalam penelitiannya tentang faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan dividen oleh perusahaan-perusahaan go public di Australia dengan metode kuesioner sebanyak 152 perusahaan sebagai sample menghasilkan lima variabel yaitu Profitabilitas, stabilitas dividen dan earning, Likuiditas dan cash flow, investasi dan pembiayaan. Kelima variabel ini diperoleh dengan memberikan pertanyaan seputar kebijakan dividen manajer perusahaan yang ada di Australia. Perbedaan dengan tesis ini terletak pada metode yang digunakan dimana dalam penulisan tesis ini menggunakan metode regresi berganda, dan periode waktu yang digunakan pada tahun 1999-2000 dan sampel yang digunakan merupakan seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ berdasarkan ICMD 2001.

3. Surasmi (1998) dalam tesisnya yang berjudul “Beberapa variabel yang mempengaruhi DPS pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang listed di BEJ” menggunakan 40 perusahaan manufaktur sebagai sample dalam periode 1993-1995. Dari enam variabel independen yaitu *earning pershare*, *dividen pershare* tahun sebelumnya, *cash ratio*, *growth of sale*, *debt to equity ratio* dan ukuran perusahaan (SIZE). Surasmi menemukan bahwa hanya tiga variabel bebas yang memenuhi asumsi klasik dan dapat dilakukan analisis yaitu variabel EPS, *cash ratio*, dan *growth of sale*. Ketiga variabel tersebut secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPS dan mampu menjelaskan DPS sebesar 74,7%. Sementara itu secara parsial EPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPS, *cash ratio* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DPS sedangkan *growth of sale* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPS. Perbedaan dengan penulisan tesis ini terletak pada periode waktu dan sample perusahaan dimana pada penelitian tesis ini periode waktu yang digunakan pada tahun 1999-2000 dan sampel yang digunakan merupakan seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ berdasarkan ICMD 2001.
4. Michael Bradly, Dennis R. Capozza dan Paul J. Sequin (1998) menggunakan model kebijakan dividen optimal pada saat aliran kas tidak pasti dan ada saat nilai saham mengalami penurunan. Dalam analisa yang dilakukan oleh Bradly et.al., (1998), menggunakan empat variabel yang mengukur pergerakan ekspektasi *cash flow* yaitu ukuran perusahaan, *financial leverage* dan dua indikator *herfindahl* yaitu tipe produk dan diversifikasi regional. Yang hasilnya adalah pergerakan *cash flow* tidak

hanya untuk menentukan kebijakan dividen tapi juga relatif penting untuk mengukur faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Perbedaan dengan penelitian ini terletak pada sampel yang digunakan dimana pada penulisan tesis ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di BEJ periode tahun 1999-2000, sedangkan pada penelitian Bradly et.al., (1998) menggunakan sampel 75 perusahaan dari tahun 1989-1990.

5. Penelitian Edi Susanto (2002) dengan obyek penelitian sebanyak 80 perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta dengan periode penelitian 1999. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa dari empat variabel independen yaitu *current ratio*, *debt ratio*, *ROE*, dan *ROI* hanya *debt ratio* dan *ROI* yang signifikan terhadap dividen, sedangkan *current ratio* dan *ROE* tidak signifikan terhadap dividen. Keempat variabel tersebut secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dividen dan mampu menjelaskan DPS sebesar 23,4%.

Perbedaan dengan penulisan tesis ini terletak pada periode waktu, sample perusahaan dan jumlah variabel independen dimana pada penelitian tesis ini periode waktu yang digunakan pada tahun 1999-2000 dan sampel yang digunakan merupakan seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ berdasarkan ICMD 2001.

Secara ringkas hasil-hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap dividen ditunjukkan pada tabel 2.1.

**Tabel 2.1**  
**Ringkasan dari Penelitian Terdahulu**

Nama Peneliti	Tahun	Variabel	Sampel/Model	Hasil Penelitian
- Eugene F. Fama	1974	- Dividen - Investasi	Regresi	Keputusan dividen tidak mempengaruhi oleh keputusan investasi.
- Partington, G.H.	1989	- Profitabilitas - Stabilitas dividen - Likuiditas dan CF - Investasi - Pembiayaan	152 perusahaan dengan metode kuisioner	Kelima variabel dependen tersebut secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan yang diambil perusahaan dalam membagikan dividen
-Surasmi	1998	-EPS -Cash Ratio -DPS <sub>t-1</sub> -Growth of sale -DER -FIRM SIZE	40 perusahaan yang listed di BEJ tahun 1993-1995 dengan metode regresi	3variabel independen yg memenuhi asumsi klasik, secara simultan 74,7% berpengaruh terhadap DPS. Secara parsial eps positif dan signifikan, CR positif dan tidak signifikan, GS negatif dan tidak signifikan thd DPS.
-Michael Bradley -Dennis R. C. -Paul J. Sequin	1998	-Dividen yang diukur melalui Aliran Cash -Ukuran Perusahaan -Financial Leverage -Type Produk -Diversifikasi Regional	75 perush. Th 1985-1992 dengan metode regresi	Pergerakan Cash Flow menentukan kebijakan dividen yang dikeluarkan oleh perusahaan
- Edi Susanto	2002	- Current Ratio - DTA - ROE - ROI	80 perusahaan tahun 1999 dengan metode regresi	Secara simultan 23,4 % berpengaruh terhadap dividen secara parsial DTA- dan ROE+ signifikan, ROI+ dan Current Ratio- tidak signifikan.

Sumber : Dikembangkan untuk penelitian ini.

## 2.3. Kerangka Pikir dan Hipotesis

### 2.3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasar konsep-konsep dasar teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu tersebut maka faktor-faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi *dividend per share* adalah ROI, *Cash Ratio*, *Current Ratio*, DTA, EPS dan *Cash Flow*.

## **1. Hubungan *Return on Investment* dan *Dividend per Share***

Penelitian tentang hubungan *return on investment* (ROI) dengan *dividend per share* (DPS) masih sangat terbatas. Partington (1989) secara eksplisit menunjukkan bahwa profitabilitas (*earning after tax*) dan investasi (ROI) merupakan variabel yang penting sebagai dasar pertimbangan para manajer perusahaan di Australia dalam rangka menentukan kebijakan dividen. Meningkatnya profitabilitas yang dicapai oleh perusahaan akan meningkatkan harapan investor untuk memperoleh pendapatan dividen yang lebih tinggi pula. Sementara itu, variabel investasi merupakan variabel yang kurang penting (dibanding profitabilitas) dalam penentuan dividen (Partington, 1989: pp. 169). Beberapa hasil penelitian tersebut masih menunjukkan hasil yang kontradiktif, sehingga perlu dilakukan penelitian hubungan antara ROI dengan dividen. Terlebih hasil penelitian terdahulu, pengujiannya tidak didasarkan dari kinerja keuangan perusahaan. Tetapi lebih ditekankan pada respon (tanggapan) manajemen dalam kebijakan dividen.

## **2. Hubungan *Cash Ratio* dan *Dividend Per Share***

Penelitian terdahulu tidak secara implisit memasukkan variabel *cash ratio* sebagai variabel yang mempengaruhi dividen. Karena *cash ratio* merupakan bagian dari rasio likuiditas, maka penelitian sebelumnya lebih menekankan pada pengaruh likuiditas terhadap dividen. Partington (1989) menunjukkan bahwa posisi *cash ratio* merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam kebijakan dividen pada peringkat moderat. Namun posisi *cash ratio* menunjukkan variabel yang lebih penting daripada investasi dalam pengambilan keputusan dividen. Perusahaan yang



menunjukkan kendala pembayaran (kekurangan likuiditas) mengarahkan manajemen untuk membatasi pertumbuhan dividen (Brittain, 1966). Dengan kata lain, meningkatnya posisi cash ratio juga akan meningkatkan pembayaran dividen.

### **3. Hubungan *Current Ratio* dan *Dividen Per Share***

Penelitian terdahulu tidak secara implisit memasukkan variabel *current ratio* sebagai variabel yang mempengaruhi dividen. Karena *current ratio* merupakan bagian dari rasio likuiditas, maka penelitian sebelumnya lebih menekankan pada pengaruh likuiditas terhadap dividen. Partington (1989) menunjukkan bahwa posisi *current ratio* merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam kebijakan dividen pada peringkat moderat. Namun posisi *current ratio* menunjukkan variabel yang lebih penting daripada investasi dalam pengambilan keputusan dividen. Perusahaan yang menunjukkan kendala pembayaran (kekurangan likuiditas) mengarahkan manajemen untuk membatasi pertumbuhan dividen (Brittain, 1966). Dengan kata lain, meningkatnya posisi *current ratio* juga akan meningkatkan pembayaran dividen.

### **4. Hubungan *Debt To Total Asset* dan *Dividen Per Share***

Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio DTA menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan.

Semakin meningkatnya rasio DTA (dimana beban hutang juga semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang (menurun).

Partington (1989) juga menunjukkan bahwa para manajer tetapi bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian DTA mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

#### **5. Hubungan *Earning per Share* dan *Dividen per Share***

Pendapatan per lembar saham (*earning per share*) yang diukur dari rasio antara laba bersih setelah pajak (*earnings after tax- EAT*) terhadap jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding share*) akan memberikan dampak atau pengaruh terhadap pendapatan per lembar saham bagi para pemegang saham biasa (*common stock*). Semakin besar *earning after tax* maka pendapatan dividen per lembar saham (*dividend per share – DPS*) yang akan diterima oleh para pemegang saham biasa (*common stock*) juga semakin besar. Hal tersebut dengan asumsi jika dividen bagi para pemegang saham minoritas dan jumlah saham yang beredar (saham biasa) relatif tetap. Dengan demikian dapat diduga bahwa *earning per share* mempunyai hubungan atau pengaruh positif terhadap pendapatan dividen per lembar saham.

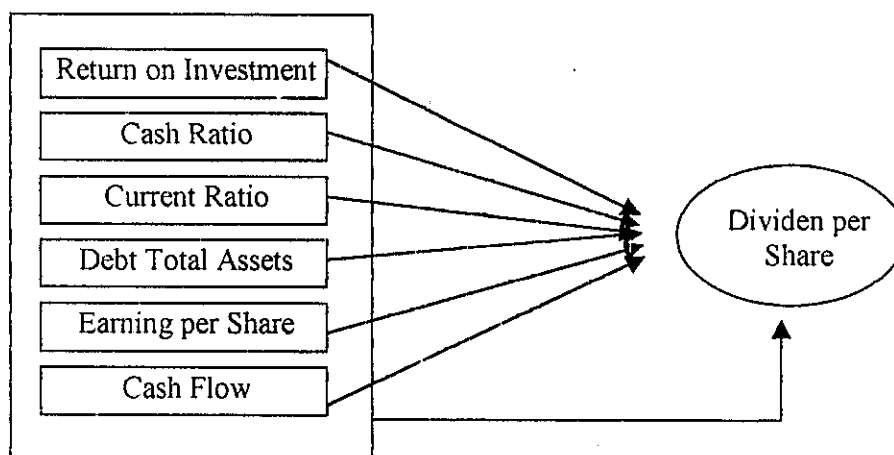
## 6. Hubungan *Cash Flow* dan *Dividen Per Share*

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa variabel *cash flow* tidak dapat ditemukan sebagai faktor penting dalam kebijakan dividen (Partington, 1989: pp. 180). Namun penelitian lain (Darky, 1957 dalam Partington 1989; dan Brittain, 1966) menunjukkan bahwa *net cash flow* merupakan kemampuan pemasukan untuk membayar dividen tanpa harus menjual atau mengeluarkan surat-surat berharga lainnya. Lebih jauh, Brittain (1966) menunjukkan bahwa *cash flow* merupakan penentu dividen yang penting (lebih penting daripada likuiditas). Hasil-hasil penelitian tersebut masih menunjukkan bukti empiris yang kontradiktif, sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Atas dasar analisis faktor-faktor tersebut maka pengaruh dari masing-masing variabel tersebut terhadap *dividend per share* dapat digambarkan dalam model paradigma seperti ditunjukkan dalam gambar 2.1.

**Gambar 2.1**

**Model Analisis Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Dividen Per Share**



Berdasar model pada gambar 1 tersebut menunjukkan bahwa variabel independen terdiri dari ROI ( $X_1$ ), *Cash Ratio* ( $X_2$ ), *Current Ratio* ( $X_3$ ), DTA ( $X_4$ ), EPS ( $X_5$ ), dan *Cash Flow* ( $X_6$ ) serta variabel dependennya dividen per lembar saham (*dividend per share*) ( $Y$ ).

### 2.3.2 Hipotesis

Dengan mengacu pada rumusan masalah, telaah pustaka, beberapa hasil penelitian serta kerangka pemikiran teoritis yang digambarkan pada gambar 1 dan penjelasan dari faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend per share*, maka dapat diajukan tujuh hipotesis alternatif sebagai berikut:

- $H_1$  : Ada pengaruh yang signifikan ROI terhadap dividen.
- $H_2$  : Ada pengaruh yang signifikan *Cash Ratio* terhadap dividen.
- $H_3$  : Ada pengaruh signifikan *Current Ratio* terhadap dividen.
- $H_4$  : Ada pengaruh signifikan DTA terhadap dividen.
- $H_5$  : Ada pengaruh signifikan EPS terhadap dividen.
- $H_6$  : Ada pengaruh signifikan Cash Flow terhadap dividen.
- $H_7$  : Ada pengaruh secara bersama-sama variabel ROI, *Cash Ratio*, *Current Ratio*, DTA, EPS, dan *Cash Flow* terhadap dividen.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2001*. Berdasar publikasi dari ICMD tersebut data yang digunakan adalah data yang berasal dari laporan keuangan untuk periode 1999 dan 2000, dengan alasan bahwa data tersebut merupakan data yang paling akhir dari ICMD 2001 dan dari ICMD 2001 tersebut memuat 307 perusahaan, lebih banyak perusahaan yang listed di BEJ dari pada di ICMD 2000 yang memuat 282 perusahaan.

Disamping itu juga data yang berasal dari *faxt-book* untuk data *cash flow* pada periode laporan yang berakhir pada 31 Desember 1999 dan 2000. Hal ini didasarkan pada pertimbangan bahwa data *cash flow* tidak dipublikasikan oleh ICMD.

#### **3.2. Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sesuai dengan publikasi ICMD 2001 menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar pada periode 1999–2000 sejumlah 307 emiten yang dikelompokkan dalam 9 kelompok industri seperti ditunjukkan pada tabel 3.1 berikut:

**Tabel 3.1**  
**Jumlah Perusahaan yang Terdaftar di BEJ**  
**1999 – 2000**

No	Kelompok Industri	1999	2000
1	Agriculture, Forestry and Fishing	13	13
2	Mining	6	7
3	Basic Industry	54	58
4	Miscellaneous Industry	48	51
5	Consumer Goods	44	49
6	Property & Real Estate	35	37
7	Infras. Util. & Transport.	12	13
8	Finance	48	53
9	Trade & Service	22	26
	Total	282	307

Sumber: JSX-Statistic Desember 1999 dan 2000

Berdasar tabel 3.1 nampak bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ dari tahun 1999 sejumlah 282 meningkat menjadi 307 perusahaan pada tahun 2000.

Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan sampel penuh (*full sample*) berdasarkan kriteria: (1) saham perusahaan yang selalu terdaftar pada 31 Desember 1999–2000; (2) perusahaan yang selalu membagikan dividen pada periode 1999–2000; dan (3) perusahaan yang selalu menyajikan laporan arus kas periode 1999–2000. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh jumlah sampel sebanyak 34 saham perusahaan.

### 3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan terutama dengan cara studi dokumenter dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2001 dan *JSX Fact-Book* pada 31 Desember 1999 – 2000.

Data keuangan selain *cash flow* diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2001; data *cash flow* diperoleh dari *JSX Fact-Book* per 31 Desember 1999 – 2000.

### 3.4. Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini ada tujuh jenis yaitu ROI, *Cash Ratio*, *Current Ratio*, DTA, EPS dan *Cash Flow*) serta variabel dependen (DPS). Definisi operasional variabel-variabel yang dimaksud adalah sebagai berikut:

#### 1. *Return On Investment*

ROI adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba setelah pajak (*earning after tax*) berdasarkan total investasi, total investasi tersebut dilihat dari total asset yang dimiliki oleh perusahaan.

#### 2. *Cash Ratio*

*Cash ratio* adalah salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*current liability*) melalui sejumlah kas (dan setara kas, seperti giro atau simpanan lain di bank yang dapat ditarik setiap saat) yang dimiliki perusahaan.

#### 3. *Current Ratio*

Current ratio adalah salah satu ukuran rasio likuiditas (*liquidity ratios*) yang merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek yang dihitung dengan membagi aktiva lancar (*curent assets*) dengan hutang/kewajiban lancar (*current liability*).

#### 4. *Debt to Total Asset*

*Debt to total assets* merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang dilihat dari total asset yang dimilikinya. Besarnya DTA mencerminkan rasio antara total hutang (*total debts*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) dan hutang jangka panjang (*long term*

*debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar (*current assets*) maupun aktiva tetap (*fixed assets*) dan aktiva lainnya (*other assets*).

#### **5. *Earning per Share***

EPS merupakan perbandingan antara total keuntungan yang dihitung dari laba bersih setelah pajak pada satu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding share*).

#### **6. *Cash Flow***

Cash Flow adalah aliran kas yang telah terjadi dan tercermin dalam laporan arus kas yang terdiri dari arus kas aktifitas operasi, investasi dan pendanaan.

#### **7. *Dividend Per Share***

DPS adalah merupakan hak pemegang saham biasa untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan yang dihitung dari perbandingan antara jumlah seluruh dividen yang dibagikan pada satu tahun buku dengan total semua saham yang diterbitkan (*total outstanding shares*).

Untuk lebih jelasnya, definisi operasional variabel dalam penelitian ini, diringkas seperti tampak dalam tabel 3.2.



**Tabel 3.2**  
**Definisi Operasional Variabel**

N	variabel	Definisi	Skala pengukuran	Pengukuran
1	ROI	Rasio antara net income after tax (NIAT) terhadap total investasi	Rasio	$\frac{EAT}{Investment}$
2	Cash Ratio	Rasio antara kas dan setara kas terhadap current liability	Rasio	$\frac{Kas}{Current Liability}$
3	Current Ratio	Rasio antara current assets terhadap current liability	Rasio	$\frac{Current Asset}{Current Liability}$
4	DTA	Rasio antara total debt terhadap total assets	Rasio	$\frac{TotalDebt}{Tot.Asset}$
5	EPS	Rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap jumlah lembar saham	Rasio	$\frac{NIAT - (D)}{\Sigma Saham}$
6	Cash Flow	Aliran kas bersih yang merupakan hasil dari EAT plus depresiasi	Rasio	AKO+AKI +AKP
7	DPS	Pendapatan per lembar saham yang diperoleh dari rasio antara EAT dengan jumlah saham beredar	Rasio	$\frac{EAT}{\Sigma Saham}$

Sumber : Dikembangkan untuk penelitian ini

### 3.5. Teknik Analisis

#### 3.5.1. Analisis Regresi

Untuk menguji hipotesis tentang kekuatan variabel penentu (independen variabel) terhadap DPS, dalam penelitian ini digunakan analisis regresi

berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

$$\text{DPS} = a + b_1 \text{ROI} + b_2 \text{Cash Ratio} + b_3 \text{Current Ratio} + b_4 \text{DTA} + b_5 \text{EPS} + b_6 \text{CF} + e;$$

- DPS: Rasio antara total dividen yang dibagikan terhadap jumlah saham yang beredar (*outstanding share*);
- ROA: Rasio Laba Bersih Setelah Pajak (NIAT) terhadap Total Aktiva;
- Cash Ratio : Rasio kas dan setara kas terhadap hutang lancar (jangka pendek);
- Current Ratio: Rasio kas dan setara kas terhadap hutang lancar (jangka pendek);
- DTA: Rasio antara total hutang (*total debt*) terhadap total aktiva (*total assets*);
- EPS: Rasio antara *earning after tax* terhadap jumlah saham beredar (*outstanding share*);
- CF: Total arus kas bersih dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan.
- e*: variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variable independen ditunjukkan dengan  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$ ,  $b_4$ ,  $b_5$ , dan  $b_6$ . Ke-enam variabel bebas tersebut merupakan faktor-faktor yang dimungkinkan berpengaruh terhadap DPS, sedangkan variabel dependennya adalah DPS.

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan cara sebagai berikut:

(1) Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen ( $X_i$ ) terhadap variabel dependen ( $Y$ ) baik secara parsial maupun secara bersama-sama dilakukan dengan uji statistik  $t$  ( $t$ -test) dan uji  $F$  ( $F$ -test).

a. *Uji t-statistik*

Uji keberartian koefisien ( $b_i$ ) dilakukan dengan statistik- $t$  (student- $t$ ).

Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

$H_1 : b_i \neq 0$ ; artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen  $X_i$  terhadap variabel dependen ( $Y$ ).

Nilai  $t$ -hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \dots\dots\dots(8)$$

Jika  $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}} (\alpha, n - k - 1)$ , maka  $H_0$  ditolak; dan

Jika  $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}} (\alpha, n - k - 1)$ , maka  $H_0$  diterima.

b. *Uji F-statistik*

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut:

$H_1 : b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6 \neq 0$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen ( $X_1$  s/d  $X_6$ ) terhadap variabel dependen ( $Y$ ).

Nilai  $F$ -hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots(9)$$

Jika  $F_{hitung} > F_{tabel} (a, k - 1, n - k)$ , maka  $H_0$  ditolak; dan

Jika  $F_{hitung} < F_{tabel} (a, k - 1, n - k)$ , maka  $H_0$  diterima.

- (2) Untuk menguji dominasi variabel independen ( $X_i$ ) terhadap variabel dependen ( $Y$ ) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

### 3.5.2. Pengujian Asumsi Klasik

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang mendasari model regresi. Pengujian asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

#### 1. Normalitas

Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *skewness* yang didasarkan pada besarnya rasio untuk melihat nilai kemiringan (*skewness*). Rasio *skewness* dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Singgih Santoso, 1999: 79)

$$\text{Rasio}_{skewness} = \frac{Skewness}{Standard\ error\ of\ skewness} \dots\dots\dots(10)$$

Jika rasio *skewness* berada di antara -2 sampai dengan +2, maka distribusi data adalah normal.

## 2. Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk kedalam model. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance} \dots\dots\dots(11)$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Singgih Santoso, 1999: 281).

## 3. Heteroskedastisitas

Pengujian ketiga adalah heteroskedastisitas (*heteroscedasticity*) digunakan untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas dengan *Glejser test* yang dihitung dengan rumus: (Gujarati, 1993: 187)

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i \dots\dots\dots(12)$$

dimana:

$e_i$  : *residuals*

$X_i$  : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance ( $\sigma_i^2$ ); dan

$v_i$  : unsur kesalahan.

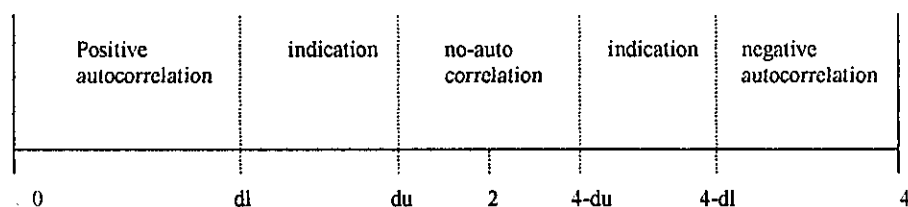
Jika secara statistik ditemukan hubungan yang signifikan, maka bisa disimpulkan bahwa terdapat heteroskedastisitas dalam varian kesalahan; demikian sebaliknya.

#### 4. Autokorelasi

Pengujian asumsi klasik ke-empat dalam model regresi linier adalah ada tidaknya autokorelasi (*autocorrelation*). Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test* (Gujarati, 1993: pp. 216), dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah *dl* (angka yang diperoleh dari tabel DW batas bawah), *du* (angka yang diperoleh dari tabel DW batas atas),  $4 - dl$ , dan  $4 - du$ .

Jika nilainya mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 atau 4 terjadi autokorelasi (+/-). Posisi angka *Durbin-Watson test* dapat digambarkan dalam gambar 2.

**Gambar 3.1:**  
**Posisi Angka Durbin Watson**



## **BAB IV**

### **ANALISIS DATA**

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistimatis adalah sebagai berikut: deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sample penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sample adalah perusahaan yang mengeluarkan data-data keuangan dan juga *cash flow*nya. Dari 307 perusahaan yang terdaftar hanya 34 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sample. Beberapa sample digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data.

#### **4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif**

##### **4.1.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia**

Pasar modal Indonesia pertama kali didirikan pada waktu penjajahan belanda pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama *Vereniging Voor Effectenkandel* dengan mayoritas saham yang diperdagangkan adalah saham-saham perusahaan Belanda. Pasar modal yang didirikan oleh Belanda ini

beroperasi sampai dengan tahun 1942, bertepatan pada saat kedatangan Jepang di Indonesia.

Pasar modal ditutup oleh pemerintah Jepang sejak tahun 1942, pasar modal Indonesia baru dibuka kembali oleh pemerintahan orde lama (1952-1960) setelah Jepang meninggalkan Indonesia. Hal tersebut dilakukan untuk menampung obligasi pemerintah serta larinya saham-saham perusahaan Belanda keluar negeri. Namun karena adanya sengketa antara pihak Belanda dengan Indonesia mengenai Irian Barat pada tahun 1960-an, seluruh perusahaan Belanda dinasionalisasikan dan mengakibatkan larinya modal Belanda dari Indonesia, sejak itu aktivitas pasar modal boleh dikatakan tidak ada lagi.

Pada jaman pemerintahan orde baru (1977-1988) pasar modal Indonesia boleh dikatakan lahir kembali dengan adanya Keppres nomor 52 tahun 1976 yang menetapkan pendirian pasar modal, Bapepam dan PT. Danareksa. Pasar modal Indonesia kembali diresmikan pada tanggal 10 Agustus 1977. PT Semen Cibinong adalah perusahaan yang pertama kali mencatatkan sahamnya di bursa saham.

Tahun 1988 merupakan era kebangkitan pasar modal Indonesia. Dalam kurun waktu 1988-1990 jumlah perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa sudah mencapai 127 emiten, sampai tahun 1996 jumlahnya meningkat sampai 238 emiten. Peningkatan tersebut disebabkan beberapa hal : diijinkannya investor asing memiliki saham perusahaan indonesia sebesar 49%, adanya Pakto'88 (kebijakan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi) yang menyebabkan mengalirnya dana sebesar 4 trilyun rupiah dari bank Indonesia ke sektor keuangan mengakibatkan masyarakat mempunyai dana untuk bermain dalam pasar modal,



serta adanya perubahan kultur bisnis dari perusahaan keluarga menjadi perusahaan profesional yang terbuka.

Pada tahun 1995, PT. Bursa Efek Jakarta mulai melakukan otomatisasi kegiatan di bursa dengan menggunakan komputer yang digunakan broker untuk menunjang perdagangan sekuritas di bursa yang lebih dikenal dengan JATS (Jakarta Automated Trading System). Penggunaan JATS mulai tahun 1995 dimaksudkan untuk menciptakan pasar modal yang siap menghadapi persaingan internasional di masa yang akan datang.

#### **4.1.2. Gambaran Umum Sampel**

Jumlah perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode 1998-2000 berjumlah 307 perusahaan. Selama periode tersebut perusahaan yang sahamnya selalu aktif diperdagangkan di BEJ, selalu menyajikan laporan keuangan per 31 desember 1998-2000 dan secara kontinyu membagikan dividen pada periode 1998-2000 berjumlah 34 perusahaan. Namun sampel perusahaan tersebut tidak dapat digunakan karena setelah dilakukan uji normalitas ternyata data perusahaan tersebut tidak normal, sehingga perlu dinormalkan terlebih dahulu dengan cara transformasi data. Dalam hal ini penulis menggunakan *transform Ln* untuk menormalkan data tersebut. Dari hasil output SPSS V.10 hanya 14 perusahaan sampel yang mempunyai data normal, sehingga sampel tersebut terlalu kecil dan tidak memenuhi syarat untuk dilakukan penelitian lebih lanjut. Kemudian penulis hanya menggunakan perusahaan sampel pada periode tahun 1999 dan 2000. Karena dengan tidak menggunakan data tahun 1998 tersebut didapatkan sampel perusahaan yang lebih banyak, yaitu berjumlah

51 perusahaan. Data dari 51 perusahaan tersebut juga di peroleh perusahaan yang membagikan data *cash flow* sebanyak 34 perusahaan. Dari data tersebut didapat data yang tidak normal, sehingga perlu dinormalkan terlebih dahulu dengan *transform Ln*. Hasilnya hanya 22 sampel perusahaan yang datanya normal, hasil tersebut masih lebih baik dari pada ketika data 1998 digunakan (14 sampel perusahaan). Atas dasar ini penulis menggunakan data perusahaan pada periode tahun 1999 dan 2000.

#### 4.2. Data Deskriptif

Berdasar lampiran 1 maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi DPS, ROI, *Cash Ratio*, *Current Ratio*, DTA, EPS dan *Cash Flow*.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi ( $\sigma$ ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini:

**Tabel 4.1**  
**Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi**

		Statistics						
		DPS	ROI	CASHRATI	CURRATIO	DTA	EPS	CF
N	Valid	34	34	34	34	34	34	34
	Missing	0	0	0	0	0	0	0
Mean		309.6541	12.4238	.7809	2.3628	.4745	940.5441	1.8E+10
Median		86.2500	11.2775	.5882	2.2689	.4678	301.5000	1.6E+08
Std. Deviation		593.1270	7.5059	.6643	1.4143	.1949	1706.9745	1.5E+11
Minimum		8.00	2.21	.08	.07	.17	47.50	-2.2E+11
Maximum		2450.00	32.72	2.66	7.67	.94	8822.00	8.5E+11

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2001 diolah.

Berdasar hasil perhitungan pada tabel 4.1 tersebut nampak bahwa rata-rata (*mean*) DPS dari 34 perusahaan sampel selama periode pengamatan (1999–2000) sebesar 309,6541 dengan standar deviasi (SD) sebesar 593,127;

dimana nilai SD ini jauh lebih besar daripada rata-rata *DPS*. Demikian pula nilai minimum yang lebih kecil dari rata-ratanya (8,00) dan nilai maksimum yang jauh lebih besar daripada nilai rata-ratanya (2450) menunjukkan bahwa *DPS* saham selama periode pengamatan distribusi datanya tidak normal. Hasil yang sama juga terjadi pada 6 (enam) variabel independen yaitu, Current Ratio, Cash Ratio, EPS, DTA dan Cash Flow.

Satu-satunya variabel penelitian yang standar deviasinya lebih kecil daripada nilai rata-ratanya (*mean*) adalah variabel ROI; dimana besarnya standar deviasi sebesar 7,5059 dan nilai rata-rata sebesar 12,4238. Hal ini menunjukkan bahwa selama periode pengamatan variabel ROI datanya berdistribusi normal.

#### **4.3. Proses dan Hasil Analisis**

##### **4.3.1. Proses Analisis**

Sebelum dilakukan analisis lebih lanjut maka tahap awal dalam proses analisis ini adalah melakukan perhitungan-perhitungan yang didasarkan pada data mentah (*raw data*) yang diperoleh dari teknik pengumpulan data.

Berdasarkan data yang disajikan pada lampiran 1 maka untuk kepentingan analisis lanjutan dihitung rasio-rasio keuangan (sebagai faktor fundamental) dan sekaligus sebagai variabel independen dan perhitungan return saham sebagai variabel dependennya.

Hasil perhitungan rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *DPS*, *Current Ratio*, *Cash Ratio*, *ROI*, *EPS* dan *Cash*

flow secara terperinci seperti ditunjukkan pada lampiran 2.

Berdasar lampiran 2 maka rata-rata rasio keuangan dari 34 perusahaan sampel dapat ditunjukkan pada tabel 4.2 sebagai berikut:

**Tabel 4.2**  
**Rata-rata Rasio Keuangan dari 34 Perusahaan Sampel**  
**Periode 1999 – 2000**

No	Jenis Rasio	1998	1999	2000	Satuan
1	DPS	348,957	280,381	216,158	Rp.
2	ROI	12,365	12,020	11,657	%
3	Cash Ratio	0,805	0,728	0,833	%
4	Current Ratio	2,173	2,246	2,479	%
5	DTA	0,511	0,466	0,483	%
6	EPS	692,863	666,313	881,00	Rp
7	Cash Flow	-	16360000000	1888420000	Rp

Sumber: Data Skunder, ICMD 2001 diolah.

Hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan yang ditunjukkan pada tabel 4.2 tersebut dihitung setiap tahun yaitu untuk periode 31 Desember 1998, 1999 dan 2000 dari 34 perusahaan sampel. Hasil perhitungan tersebut berdasarkan konsep atau rumus yang digunakan dalam penelitian ini seperti telah dijelaskan pada bab terdahulu. Sebagai contoh rata-rata ROI pada tahun 1999 diperoleh dari total ROI untuk 34 perusahaan (sebesar 429,66), kemudian total ROI tersebut dibagi dengan 34 sehingga menghasilkan rata-rata ROA tahun 1999 sebesar 12,365. Demikian pula untuk periode-periode berikutnya dan rata-rata rasio keuangan yang lain.

Dari ke-enam rasio keuangan tersebut menunjukkan bahwa semua variabel mempunyai rata-rata rasionya positif. Hal ini mungkin dipengaruhi oleh kondisi ekonomi Indonesia pada periode 1999–2000 pasca krisis sehingga perekonomian mulai bergerak ke arah yang membaik. Hasil perhitungan rasio-rasio keuangan tersebut digunakan

sebagai dasar untuk memprediksi *DPS* pada periode berikutnya. Sebagai contoh, rasio keuangan 31 Desember 1998 digunakan untuk memprediksi *DPS* saham pada periode 31 Desember 1999–2000. Demikian pula untuk periode-periode berikutnya.

#### 4.3.2. Hasil Analisis

Berdasar hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama tiga tahun seperti ditunjukkan pada lampiran 3 maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

##### 4.3.2.1. Normalitas Data

Berdasar output SPSS 10.0 seperti ditunjukkan pada lampiran 5 maka hasil pengujian normalitas data yang diukur dari rasio *skewness*-nya dapat ditunjukkan pada tabel 4.3 sebagai berikut:

**Tabel 4.3**  
**Perhitungan Rasio *Skewness***  
**(Data Asli 1999 – 2000)**

	DPS	ROI	CR	CuR	DTA	EPS	CF
Skewness	2.865	1.107	1.339	1.767	0.407	3.519	2.870
Std. Errow of Skewness	0.403	0.403	0.403	0.403	0.403	0.403	0.403
Rasio Skewwness	7.109	2.746	3.322	4.385	1.009	8.732	7.121

Sumber: Output SPSS 10.0; Descriptive-Statistics diolah

Berdasar hasil pada tabel 4.3 tersebut menunjukkan bahwa tak satupun variabel yang datanya berdistribusi normal, karena rasio *skewness*nya lebih besar dari 2,00.

Karena tidak ada variabel yang berdistribusi normal maka perlu dilakukan teknik lain; dalam hal ini dilakukan transform-LN. Berdasar hasil pada tabel 4.3 menunjukkan bahwa sebelum transform data melalui LN menghasilkan data yang berdistribusi normal adalah LN-DTA (dengan rasio skewness sebesar 1,009), sedangkan variabel yang lain rasio skewnessnya mendekati 2,00. Hasil ini lebih baik daripada menggunakan data asli (sebelum ditransform melalui LN), sehingga data hasil *transform-LN* dapat digunakan untuk pengujian selanjutnya.

Secara rinci hasil perhitungan rasio *skewness* berdasar data *transform-LN* besarnya rasio *skewness* dari masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel 4.4 sebagai berikut:

**Tabel 4.4**  
**Perhitungan Rasio Skewness**  
**(Data Transform-LN)**

	LnDPS	LnROI	LnCR	LnCuR	LnDTA	LnEPS	LnCF
Skewness	0.539	-0.582	-0.433	-2.306	-0.520	0.514	-0.439
Std. Error of Skewness	0.403	0.403	0.403	0.403	0.403	0.403	0.403
Rasio Skewness	1.337	-1.444	-1.074	-5.722	-1.290	1.275	1.089

Sumber: Output SPSS 10.0; Descriptive-Statistics diolah

Berdasar hasil pada tabel 4.4 tersebut nampak bahwa variabel LN.Current Ratio menunjukkan data yang tidak terdistribusi normal (-2,306) dimana rasio *skewness* lebih besar dari 2,00; sedangkan variabel lainnya masing-masing sebesar 0,539 (LN.DPS); LN.ROI sebesar -0,582; LN.Cash Ratio sebesar -0,433; LN.DTA sebesar -0,520; LN.EPS sebesar 0,514 serta LN.Cash Flow -0,439. Hasil uji normalitas tersebut menunjukkan hasil yang

lebih baik daripada menggunakan data asli (sebelum dilakukan transform LN). Dengan demikian kelima variabel independen tersebut dapat digunakan untuk memprediksi DPS perusahaan yang listed di BEJ selama periode pengamatan (1999–2000).

#### 4.3.2.2. Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam lampiran 5 maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

**Tabel 4.5**  
**Hasil Perhitungan VIF**  
**(Berdasar Data Transform-LN)**

Variabel	Tolerance	VIF
Ln.ROI	0,532	1,881
Ln.CR	0,476	2,099
Ln.DTA	0,274	2,296
Ln.EPS	0,541	1,848
Ln.CF	0,815	1,226

Sumber: Output SPSS 10.0; Coefficients diolah

Berdasar tabel 4.5 menunjukkan bahwa kelima variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai  $VIF < 5,00$ . Dengan demikian lima variabel independen (LN-ROI, LN-Cash Ratio, LN-DTA, LN-EPS dan LN-Cash Flow) dapat digunakan untuk memprediksi DPS selama rata-rata periode pengamatan.

#### 4.3.2.3. Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari  $e_i$

terhadap variabel  $X$  (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan  $\sigma_i^2$  dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$  merupakan penyimpangan residual; dan  $X_i$  merupakan variabel bebas.

Berdasar lampiran 6 maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.6 sebagai berikut:

**Tabel 4.6**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

Variabel	t	Sig.
Konstanta	0,362	0,722
Ln.ROI	0,360	0,724
Ln.CR	-0,216	0,832
Ln.DTA	-0,758	0,460
Ln.EPS	0,344	0,735
Ln.CF	0,329	0,747

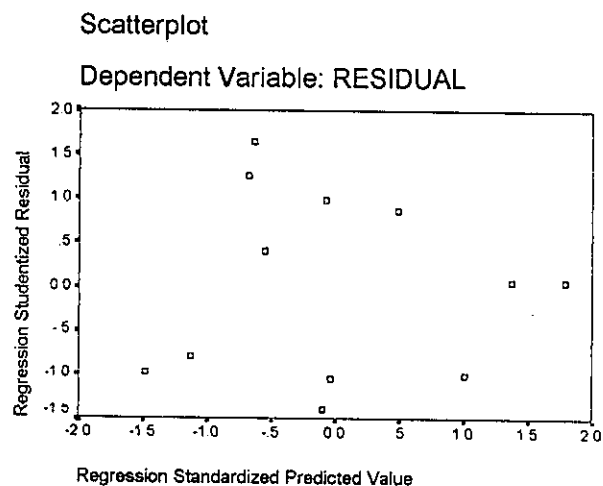
Sumber: Output SPSS 10.0; Coefficients diolah

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4.6 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

Untuk menentukan heteroskedastisitas juga dapat menggunakan grafik scatterplot, titik-titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan. Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot ditunjukan pada gambar 3.1 dibawah ini:



**Gambar 3.1**  
**Grafik Scatterplot**



#### 4.3.2.4. Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 ( $\alpha$  0.05) dengan sejumlah variabel independen ( $k' = 5$ ) dan banyaknya data ( $n = 22$ ). Banyaknya data sebelum dilakukan LN sebanyak 34 perusahaan, tetapi setelah dilakukan transform-LN data yang dapat digunakan sejumlah 22 perusahaan seperti ditunjukkan pada tabel 4.7 yang menunjukkan hasil dari residual statistic.

**Tabel 4.7**

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

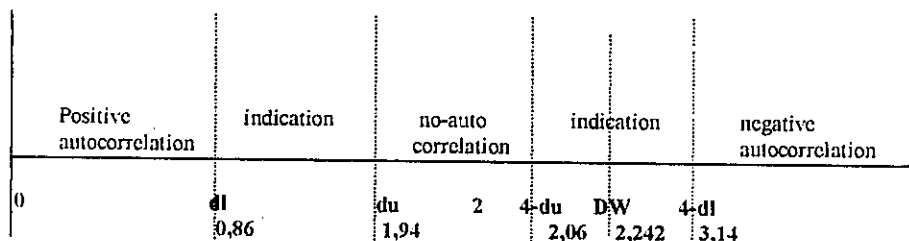
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	2.4128	7.0524	4.3054	1.2155	22
Residual	-1.6006	.7018	-2.02E-16	.5319	22
Std. Predicted Value	-1.557	2.260	.000	1.000	22
Std. Residual	-2.627	1.152	.000	.873	22

a. Dependent Variable: LN.DPS

Sumber: Output SPSS 10.0; Regresion diolah

Berdasar hasil hitung Durbin Watson sebesar 2,242; sedangkan dalam tabel DW untuk “k”=5 dan N=22 besarnya DW-tabel:  $d_l$  (batas luar) = 0,86;  $d_u$  (batas dalam) = 1,94;  $4 - d_u = 2,06$ ; dan  $4 - d_l = 3,14$  maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.2 sebagai berikut:

**Gambar 4.2**  
**Hasil Uji Durbin Watson**



Sesuai dengan gambar 4.2 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *indication* (ragu-ragu) sehingga perlu dilakukan *run-test* sebagai berikut:

- $n_1$  (*number of positive*) = 12
- $n_2$  (*number of negative*) = 10
- $k$  (*number of run*) = 9

$$\text{Mean } E(k) = \frac{2 n_1 n_2}{n_1 + n_2} + 1$$

$$= \frac{2 \cdot 12 \cdot 10}{12 + 10} + 1$$

$$= 11,909$$

$$\text{Variance} = \sigma_k^2 = \frac{2 * n_1 * n_2 (2n_1 n_2 - n_1 - n_2)}{(n_1 + n_2)^2 (n_1 + n_2 - 1)}$$

$$= \frac{2 * 12 * 10 (2 * 12 * 10 - 12 - 10)}{(12 + 10)^2 (12 + 10 - 1)}$$

$$= \frac{52320}{10164}$$

$$= 5,1476$$

$$\sigma_k = \sqrt{5,1476}$$

$$= 2,2688$$

$$E(k) \pm 1,96 * \sigma_k = 11,909 \pm 1,96 * 2,2688$$

$$= 11,909 \pm 4,4468$$

$$\text{sehingga } 7,4622 < k < 16,3558$$

Karena “k” berada diantara 7,4622 dan 16,3558 (pada *level of significance* 0.05), maka dapat dikatakan bahwa data tersebut tidak terjadi autokorelasi (*no autocorrelation*).

#### 4.3.2.5. Hasil Analisis Regresi

Berdasar lampiran 5 nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama empat variabel independen tersebut (LN-ROI, LN-Cash Ratio, LN-DTA, LN-EPS dan LN-Cash Flow) terhadap DPS seperti ditunjukkan pada tabel 4.8 sebagai berikut:

**Tabel 4.8**  
**Hasil Perhitungan Regresi Berganda**

Model Summary <sup>a</sup>										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.916 <sup>a</sup>	.839	.789	.6094	.839	16.710	5	16	.000	2.242

a. Predictors: (Constant), LN.CF, LN.ROI, LN.CASHR, LN.EPS, LN.DTA

b. Dependent Variable: LN.DPS

Sumber: Output SPSS 10.0; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 16,710 dan nilai signifikansi sebesar 0,0000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel LN.ROI, LN.Cash Ratio, LN.DTA, LN.EPS dan LN.Cash Flow secara bersama-sama terhadap variabel LN.DPS.

Nilai koefisien determinasi (Adjusted  $R^2$ ) sebesar 0,789 atau 78,9% hal ini berarti 78,9% variasi LN.DPS yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu LN.ROI, LN.Cash Ratio, LN.DTA, LN.EPS dan LN.Cash Flow sedangkan sisanya sebesar 21,1% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model.

Sementara itu secara parsial pengaruh dari keempat variabel independen tersebut terhadap *return* saham ditunjukkan pada tabel 4.9 sebagai berikut:

**Tabel 4.9**  
**Hasil Perhitungan Regresi Parsial**

Coefficients <sup>a</sup>					
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig.
		B	Std. Error	Beta	
1	(Constant)	.487	.987		.629
	LN.ROI	.345	.186	.051	.029
	LN.CASHR	-.136	.202	-.098	.510
	LN.DTA	-.835	.321	-.684	.032
	LN.EPS	.980	.137	.973	.000
	LN.CF	-1.01E-02	.031	-.036	.753

a. Dependent Variable: LN.DPS

Sumber: Output SPSS 10.0; Regressions-coefficients

Dari tabel 4.9 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{LN.DPS} = 0,051 \text{ LN.ROI} - 0,098 \text{ LN.CashRatio} - 0,684 \text{ LN.DTA} \\ + 0,973 \text{ LN.EPS} - 0,036 \text{ LN.Cash Flow}$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel *Return On Investment* (LN.ROI)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.ROI sebesar (0,051). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel LN.ROI sebesar 1% maka akan naik variabel LN.DPS sebesar 0,051% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Kondisi ini sesuai dengan teori yang ada dimana bila terjadi kenaikan ROI maka DPS akan semakin tinggi pula, hal ini terjadi karena kondisi perusahaan yang mulai stabil akibat krisis ekonomi yang terjadi sehingga laba yang dihasilkan dengan menggunakan modal sendiri lebih baik dialokasikan untuk stabilitas perusahaan dan digunakan untuk ekspansi perusahaan guna memperkuat posisi perusahaan di pasar dan selebinya digunakan untuk di bagikan sebagai dividen.

Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (1,860) dan nilai signifikansi sebesar 0,029. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan ada pengaruh yang signifikan antara variabel LN.ROI dengan variabel LN.DPS.

Hasil ini menolak penelitian dari Edi Susanto dan sesuai dengan penelitian dari Parthington, Eugene F. Fama bahwa kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi

perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan akan mempengaruhi perusahaan dalam membagikan dividen. ROI juga merupakan ukuran efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan untuk operasi, semakin besar ROI menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat investasi (*return*) semakin besar.

## 2. Variabel *Cash Ratio* (LN.CashRatio)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.Cashratio sebesar (-0,098). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel LN.Cashratio sebesar 1% maka akan menurunkan variabel LN.DPS sebesar 0,098% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara partial diperoleh nilai *t* hitung sebesar (-0,675) dan nilai signifikansi sebesar 0,510. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel LN.Cashratio dengan variabel LN.DPS.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Surasmi dan tidak sesuai (menolak) penelitian yang dilakukan oleh Parthington bahwa variabel likuiditas yang diukur dari Cash Ratio berpengaruh secara signifikan terhadap pembagian dividen yang diukur dari DPS, hal ini disebabkan karena perusahaan dalam membagikan dividen tidak hanya memperhatikan kondisi likuiditas perusahaan saja tetapi juga memperhatikan lingkungan eksternal perusahaan, khususnya pesaing,

dimana bila pesaing membagikan dividen kepada investor maka hal ini akan membuat perusahaan akan melakukan hal yang sama agar mampu mempertahankan investornya agar tidak berpindah menjadi investor perusahaan lain. Dan yang perlu diperhatikan adalah bahwa kas yang besar belum tentu mencerminkan bahwa perusahaan tersebut juga akan membagikan dividen yang besar. Pada dasarnya kebijakan dividen suatu perusahaan berdasarkan laba yang diperoleh pada saat itu. Hal ini dibuktikan dengan Cash Ratio 9 dari 34 perusahaan (26,4%) mempunyai rasio  $>1$  tetapi membagikan dividen yang kecil rata-rata Rp. 120. Tetapi banyak perusahaan (73,6%) mempunyai rasio  $< 1$  membagikan dividen yang rata-rata Rp. 380.

### 3. Variabel *Debt to Total Asset* (LN.DTA).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.DTA sebesar (-0,684). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel DTA sebesar 1% maka akan menurunkan variabel LN.DPS sebesar 0,684% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai  $t$  hitung sebesar (-2,601) dengan nilai signifikansi sebesar 0,032. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel LN.DTA dengan variabel LN.DPS.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Parthington dan Edi Susanto bahwa tingkat hutang berpengaruh

signifikan terhadap pembagian dividen oleh perusahaan, bila tingkat hutang yang dimiliki perusahaan tinggi maka akan membuat perusahaan untuk menahan laba yang diperoleh untuk membayar pinjaman dan bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang besar maka profitabilitas semakin berkurang maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang (menurun).

4. Variabel *Earning PerShare* (LN.EPS).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.EPS sebesar (0,973). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel EPS sebesar 1% maka akan menaikkan variabel LN.DPS sebesar 0,973% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai *t* hitung sebesar (7,139) dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel LN.DTA dengan variabel LN.DPS.

Hasil penelitian ini mendukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Parthington dan Surasmi bahwa pendapatan perlembar saham (EPS) merupakan total keuntungan diperoleh investor untuk setiap lembar sahamnya. Semakin besar EPS maka pendapatan dividen perlembar saham yang akan diterima oleh para pemegang saham juga semakin besar.

5. Variabel *Cash Flow* (LN.CashFlow).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel LN.Cashflow sebesar (-0,036). Hal ini



berarti setiap ada kenaikan variabel Cash Flow sebesar 1% maka akan menurunkan variabel LN.DPS sebesar 0,036% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Kondisi ini bertentangan dengan asumsi awal bahwa setiap ada kenaikan positif cash flow maka akan menaikkan pula kemampuan pemasukan dana untuk membayar dividen yang juga semakin meningkat, sehingga meningkatkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian meningkatnya cash flow juga akan meningkatkan harapan dividen yang diterima oleh investor.

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai  $t$  hitung sebesar (-0,320) dengan nilai signifikansi sebesar 0,759. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti ada tidak ada pengaruh signifikan antara variabel LN.Cashflow dengan variabel LN.DPS.

Hasil ini tidak sesuai (menolak) penelitian yang telah dilakukan oleh Parthington bahwa kebijakan membagikan dividen dipengaruhi oleh cash flow bahkan cash flow lebih penting daripada likuiditas. Hasil ini juga tidak sesuai (menolak) penelitian yang dilakukan oleh Michael Bradly, Dennis R. Capozza dan Paul J. Sequin bahwa pergerakan cash flow tidak hanya untuk menentukan kebijakan dividen tapi juga relatif penting untuk mengukur faktor-faktor yang mempengaruhinya. Analisa yang digunakan adalah (1) Hal ini disebabkan karena belum stabilnya perusahaan-perusahaan akibat krisis yang melanda beberapa tahun sebelumnya. Akibat krisis ekonomi tersebut banyak perusahaan yang

mengalami negatif cash flow sehingga untuk memulihkan memerlukan waktu. (2) analisa yang kedua ini mempertimbangkan bahwa perusahaan yang mempunyai Cash flow yang tinggi belum tentu akan memberikan dividen yang tinggi pula dikarenakan tergantung dari kebijakan perusahaan tentang dividen itu sendiri. Selain itu karena akibat krisis , walaupun perusahaan mendapatkan laba besar tetapi tidak membayarkan dividen yang tinggi hal ini dibuktikan dari 6 dari 34 perusahaan (17,6%) mempunyai perbandingan antara pembayaran dividen dengan laba bersih yang diperoleh  $>75\%$  hanya membayarkan dividen cash rata-rata sebesar Rp. 500. Sedangkan 8 dari 34 perusahaan (23,5%) yang mempunyai rasio pembayaran dividen dengan kas bersih 75%-25% membayarkan dividen cash rata-rata sebesar Rp. 620. Dan sisanya 20 dari 34 perusahaan (58,9%) yang mempunyai rasio pembayaran dividen dengan kas bersih  $<25\%$  membayarkan dividen cash sebesar Rp. 110.

## BAB V

### SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

#### 5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa analisis rata-rata selama periode pengamatan (1999 – 2000) yang lebih panjang menunjukkan hasil yang lebih baik daripada analisis secara tahunan yang relatif lebih pendek. Dari tujuh hipotesis yang diajukan terdapat tiga hipotesis yang dapat diterima yaitu hipotesis 1, 5 dan 7.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel ROI berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DPS
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Cash Ratio* tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DPS
3. Berdasar uji normalitas maka variabel *Current Ratio* tidak lolos uji klasik dikarenakan rasio *Skewness* lebih besar dari 2.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel DTA berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DPS.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel EPS berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPS.
6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara partial variabel Cashflow tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DPS

7. Berdasar hasil pengujian hipotesis 7 menunjukan bahwa secara simultan variabel ROI, CashRatio, DTA, EPS dan CashFlow berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPS.

## 5.2. Saran

Berdasarkan kesimpulan diatas maka saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini baik kepada investor, perusahaan maupun pengembangan penelitian lebih lanjut adalah sebagai berikut:

1. Investor sebaiknya memperhatikan informasi-informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan (ROI, DTA, dan EPS) karena dengan adanya informasi tersebut maka dapat dimanfaatkan untuk mengambil keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya. Disamping itu investor juga harus mempertimbangkan faktor lain diluar kebijakan perusahaan seperti kondisi pasar yang terjadi serta faktor-faktor eksternal yang lain karena hal ini secara tidak langsung akan mempengaruhi keuntungan yang diperoleh didalam melakukan investasi.
2. Perusahaan sebelum melakukan kebijakan membagikan dividen harus mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor, karena tidak semua investor hanya menginginkan keuntungan dari dividen saja tetapi juga dari fluktuasi harga saham. Oleh karena itu bila investor pada saat itu tidak menginginkan dividen maka laba perusahaan yang diperoleh lebih baik untuk ekspansi perusahaan sehingga akan

meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan harga saham dan kondisi ini akan meningkatkan keuntungan investor.

3. Untuk pengembangan penelitian, disarankan untuk melihat pengaruh secara terperinci terhadap sample penelitian, artinya digolongkan berdasarkan industri, ukuran dan lain-lain. Selanjutnya juga diperhatikan pengaruh faktor eksternal terhadap kebijakan pembagian dividen.

### 5.3. Implikasi Managerial

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan (terutama EPS, ROI dan DTA) digunakan oleh investor untuk memprediksi DPS di Bursa Efek Jakarta pada periode 1999–2000. Sisi positif dari hasil penelitian ini adalah mempertegas hasil penelitian sebelumnya yang menyebutkan variabel EPS, ROI dan DTA ke dalam model regresi untuk memprediksi DPS. Bahkan dari hasil pengujian menunjukkan bahwa EPS sangat signifikan berpengaruh terhadap *return* saham pada level kurang dari 1%.

Sisi positif hasil penelitian ini dibandingkan dengan penelitian-penelitian sebelumnya Effendri (1992), Surasmi (1998) dan Edi Susanto (2002) terletak pada periode pengamatan; dimana hasil penelitian ini periode pengamatannya yaitu satu tahun lebih panjang daripada Edi Susanto (2002). Disamping itu periode pengamatan merupakan periode paling baru setelah perusahaan-perusahaan tersebut mengalami krisis akibat terjadinya krisis yang terjadi di Indonesia tahun 1997. Sisi positif yang lain dari penelitian ini

adalah memasukan variabel *Cash Flow* dimana penelitian sebelumnya tidak memasukan variabel ini. Walaupun hasilnya tidak signifikan yang bertentangan dengan penelitian Parthington yang mengatakan bahwa cash flow merupakan faktor yang penting bagi para manajer untuk mempertimbangkan besar kecilnya dividen yang dibagikan.

Berdasar hasil analisis tersebut mengindikasikan bahwa investor dalam jangka panjang tetap menggunakan faktor fundamental perusahaan dalam memprediksi DPS di BEJ; sebaliknya dalam jangka pendek investor tidak memanfaatkan faktor fundamental dalam menentukan DPS di BEJ tetapi lebih cenderung memperhatikan faktor-faktor eksternal untuk memperoleh *capital gain*.

Implikasi bagi penelitian selanjutnya adalah perlu dilakukan justifikasi metode penelitian terutama periode pengamatan dan jumlah sampel yang diteliti. Bagaimanapun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan tetap digunakan oleh investor untuk memprediksi DPS di BEJ.

Setelah diperoleh beberapa kesimpulan tentang penelitian ini dapat diajukan beberapa hal yang dapat berguna bagi perusahaan *go public*:

1. Upaya peningkatan kinerja perusahaan perlu terus dilakukan, diantaranya dengan cara memanfaatkan laba ditahan sebagai sumber dana investasi untuk mendorong efisiensi penggunaan modal karena diperoleh dengan biaya yang lebih murah dibandingkan dengan modal ekstern.

2. Penambahan modal kerja dapat dilakukan meskipun tidak dari laba ditahan. Penambahan laba ditahan dapat mempengaruhi komposisi modal perusahaan. Untuk menyeimbangkan kembali, perusahaan dapat menarik jangka panjang sebesar rasio hutang dengan modal sendiri seperti semula. Hutang tersebut dapat dipergunakan untuk menutup kekurangan modal kerja yang bersifat permanen. Kebutuhan penambahan modal kerja yang permanen dapat terjadi karena adanya investasi baru.
3. Pemilihan jumlah besar kecilnya pembagian dividen secara residual, mengandung kelemahan yaitu tidak mendorong manajemen untuk mencapai target dividen. Karena tidak ada target dividen yang harus dicapai baik jangka pendek maupun jangka panjang memiliki dampak antara lain tidak terpacu untuk mengoptimalkan manfaat sumber daya, ini berarti masih ada *under capacity* dan tidak efisien.
4. Penggunaan sumber dana intern sebagai sumber utama pembiayaan investasi tidak selalu mesti terjadi. Karena keputusan investasi yang menguntungkan tidak terpengaruh dari asal sumber dana. Hanya saja kadang-kadang adanya persyaratan jaminan atas hutang yang diambilnya mengakibatkan modal sendiri harus menjadi besar. Persoalan lainnya yang muncul adalah kemungkinan biaya modal rata-rata akan naik lebih besar, kalau ini terjadi investasi dibiayai dengan *cost* yang lebih tinggi atau menggunakan biaya modal yang lebih mahal.

#### **5.4. Keterbatasan Penelitian**

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 2 tahun dengan sampel yang terbatas pula (22 sample). Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi return saham hanya terbatas pada ROI, Cash Ratio, Current Ratio, DTA, EPS dan Cash Flow.

Disamping itu penulis mengakui banyak keterbatasan yang dimiliki, keterbatasan itu antara lain referensi yang dimiliki penulis belum begitu lengkap untuk menunjang proses penulisan tesis ini sehingga terjadi banyak kekurangan dalam mendukung teori ataupun justifikasi masalah yang diajukan. Penulis juga mengakui bahwa keterbatasan waktu dan biaya juga mempengaruhi penelitian ini yang hanya meneliti faktor yang fundamental sehingga faktor eksternal kurang begitu diperhatikan.

#### **5.5. Agenda Penelitian Mendatang**

Dengan kemampuan prediksi sebesar 78,9% mengindikasikan perlunya faktor fundamental yang lain seperti likuiditas, solvabilitas dan aktivitas perusahaan dimasukkan sebagai prediktor dalam memprediksi DPS. Disamping itu juga perlu dilakukan perluasan penelitian yang menghubungkan antara variabel makro ekonomi dan non ekonomi terhadap DPS. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap DPS antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca



pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya; serta variabel non ekonomi seperti kondisi politik negara.

Mungkin akan memberikan hasil yang lebih baik jika faktor fundamental lainnya seperti aktivitas perusahaan dimasukkan dalam model. Demikian pula variabel makro ekonomi (seperti tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya) serta variabel non ekonomi (seperti kondisi politik) mungkin signifikan berpengaruh terhadap DPS di BEJ, mengingat sampai dengan saat penelitian berlangsung variabel-variabel makro ekonomi dan non-ekonomi tersebut masih menunjukkan kondisi yang belum stabil.

Juga disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan mengingat investor dalam jangka yang relatif pendek tidak menggunakan faktor fundamental dalam memprediksi DPS.

Agar penelitian berikutnya dapat digeneralisasi maka diperlukan sampel penelitian yang lebih besar (terutama full sampel) dari seluruh perusahaan yang terdaftar dan aktif di BEJ.

### Daftar Pustaka

- Bandi dan Jogiyanto Hartono, (2000), "Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Dividen", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No. 2 Juli 2000, pp. 203-213.
- Brennan, M. (1970), "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy", *National Tax Journal* (December 1970), pp. 417-427.
- Brigham, et al, (1999), *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition, Orlando: The Dryden Press.
- Darling, P. G. (1957), "The Influence of Expectation and Liquidity on Dividend Policy", *Journal of Political Economy*, (June 1957), pp. 203-224.
- Edi Susanto, (2002), "Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen", *Tesis*, Universitas Diponegoro, Semarang (tidak dipublikasi).
- Farid Arif Wibowo dan Nur Indriantoro. (1998), "Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Saham", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13, No. 4, 98-109.
- Jogiyanto H.M. (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE UGM: Yogyakarta.
- Singgih Santoso, (1999), *SPSS (Statistical Product and Service Solutions*, Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia .Jakarta.
- Suad Husnan, (1992), *Manajemen Keuangan, Teori dan Penerapannya*, Buku I, Edisi 12, Yogyakarta, BPFE.
- Partington, (1989), "Variables Influencing Dividend Policy in Australia: Survey Results", *Journal of Business Finance and Accounting* (Spring 1989), pp. 165-182.
- Robbert Ang, (1997), *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia.
- Sawidji Widoadmodjo, (1996), *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*, PT Jurnalindo Aksara Grafika, Jakarta.
- , (2002), "Indonesian Capital Market Directory 2001", Twilfth Edition, Institute for Economics and Financial Research.